全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发自经济大国
受挫后的
诤言

金融败战

（日）吉川元忠 著
孙晓燕 袁英华 译
袁英华 审正

中国青年出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



吉川元忠

◎1934年出生于日本兵库县，1958年毕业于日本东京大学法学部，同年就职于日本兴业银行，历任该行产业调查部副部长等职。后曾任美国哥伦比亚大学客座研究员，现任日本神奈川大学经济学部教授。

◎主要著作有《布什能否拯救美国》(日本时事通讯社出版)、《美国的产业战略》(日本东洋经济新闻社出版)、《日元能否给日本人带来幸福》(NHK出版社出版) 等。

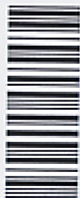
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发自经济大国受挫后的诤言

金融败战

（日）吉川元忠 著
孙晓燕 袁英华 译
袁英华 审正

中国青年出版社



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（京）新登字 083 号

图书在版编目（CIP）数据

金融战败：发自经济大国受挫后的诤言／［日］吉川元忠著；孙晓燕等译．-北京：中国青年出版社，2000.1
ISBN 7-5006-3716-0

Ⅰ．金… Ⅱ．①吉… ②孙… Ⅲ．①国际经济关系-研究-日本、美国 ②经济-研究-日本 Ⅳ．F131.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字（1999）第 73812 号

北京市版权局著作权合同登记章图字
01－1999－3581 号

*

中国青年出版社 出版发行
社址：北京东四 12 条 21 号　邮政编码：100708
中国铁道出版社印刷厂印刷　新华书店经销

*

850×1092　1/32　6 印张　2 插页　126 千字
2000 年 1 月北京第 1 版　2000 年 1 月北京第 1 次印刷
印数：1—5,000 册　定价:9.50 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内容提要

在经济危机的厄运中苦苦挣扎的日本居然是世界头号的债权国。这一相悖于国际经济常识的现象反映了这样的事实——美元既是事实上的世界货币，又与美国自身经济政策密不可分。美国政策当局根据自己的意向，随心所欲地变换美元的价值。与美元生死相关深陷美元圈套的日本经济 20 年来的祸根所在……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者的话

1997年爆发的亚洲金融危机，使得金融意识在亚洲大为普及，那些本来并不懂金融为何物的人们，也开始关注金融的话题。这就是这本《金融战败》畅销的原因。

1999年1月，中国体制改革研究会和日本评级投资信息中心(R&I)在北京共同举办了"企业信用评级研讨会"。日本评级投资信息中心是亚洲最具权威的企业信用评级机构。这家机构的评级研究人员在研讨会上通过对亚洲资金市场的分析，评价了亚洲国家在金融危机中的得失，得到中国与会者的强烈共鸣。该中心小林光治社长对世界经济形势的分析充满新意，他说他的认识大大参考了《金融战败》一书。

《金融战败》1998年12月在日本首发，到1999年1月就已经销售了13万册。日本毕竟是创造过经济奇迹的国家，怎么会败？为什么败？而且是"战败"，这可是日本国民久违了半个多世纪的、挥之难去的词汇。惟其惨痛，才不忍面对。著者偏偏是素面朝天，正面切入，立足日本，纵横世界，使得那些在经济危机中不无失落、迷惑不解的日本读者大受点拨。

金融战争是无形的战争，无需宣战也不必和谈，更没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

硝烟滚滚。“太平盛世”中，谁能意识到战争已打响？若是真枪实弹的战争，谁也不会将自己的利益亲手送给敌对一方，而在人们看不见摸不着的无形战争中，往往败就败在心甘情愿地将自己的大好河山拱手送给对手还浑然不知，这样的战败更惨更痛。

总结这样的战败，认识这样的战败，才能防范这样的战败。我们将《金融战败》介绍给中国读者，就是希望从一个方面给国人认识国际金融战场的利害得失以参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致《金融战败》的中国读者

《金融战败》1998 年 10 月在日本出版发行以来，受到日本社会的广泛关注，销售数量目前已突破 13 万册，创日本出版物市场经济类图书销售记录。政界、金融界以及企业界的经营管理者，以至一般读者，一时间反响纷纷。笔者不过是一个普通大学教授，竟然应接不暇，直至今日。

今天的日本身陷史无前例的经济危机，而局内人士却乏善可陈。思之种种，笔者认为一切一切不得不说均因不明其来由使然。毋庸讳言，面对危机，日本政府首出处理不良资产之策确有问题，之后采取的财政措施也未见理想效果。无论如何，以往一帆风顺的日本经济突然停滞是应该有其相应的特殊缘由的。日本明明是世界最大的债权国，却只能目瞪口呆地看着世界最大的债务国美国的经济令人眩目地更上一层楼，这个反差未免过于强烈了。

这种与经济常规相距甚远的现象的形成，恰恰是由日元与美元关系的扭曲使得美国抱定日本经济脆弱这一成见，终在金融战场“战败”日本所致。由于日本的对外债权人都是债务国的货币资产，即美元资产，所以美国玩弄汇率就可以轻而易举地减少自己的债务负担，同时还可得扼杀日本国力之益。而日本为免遭厄运，只得不断地苦心支撑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。这些使得当今的日本山穷水尽,走投无路。

我想这本书之所以在日本反响强烈,正是因为笔者坦率地指出了危机的本质和形成的原因。这在日本是不曾有过的。

现在这本书的中文版即将问世,笔者自然不胜荣幸,但心情又有几分复杂。日本在战略上和安全保障上对美国的依赖招致了经济的混乱,这当然会使中国引以为戒,作为朋友我十分理解。但是如果在支撑美元的国家中最终不出现中国的名字时,就意味着日本将无法逃脱支撑美元的命运。而当中国的对美贸易顺差最终超出日本的顺差规模时,恐怕会引发很大的矛盾。

为防范不测,今后日本与中国更加有必要就各自的对美经济关系以及国际金融体系交换意见。从长远意义看,这无疑符合日中双方的利益。我期待《金融战败》中文版的出版能在促成此种合作上发挥微薄之力。

吉川元忠

1999 年 7 月于东京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

代　序　20 年的祸根 …………………………………… 1～6

第一章　货币大国的兴亡 …………………………………… 7～24

英国“维多利亚时代”的轮回//国际收支发展阶段论//怀特对垒凯恩斯//如何推广美元//对外资产与政治势力//挣断锁链的世界货币//苦闷的美国霸主//瞬间成为债务国//大债权国日本与其“帝国循环”

第二章　日美的共同幻想　1980～1985 ………… 25～39

伏都教的咒语//起步于日本的美元升值//日美经济的奇妙共生//取代联邦德国的骨干作用//罗纳德·里根与康弘·中曾根的经济//利率无成本论

第三章　国际政策协调中的病理分析　1985～1990 …………………………………… 41～80

贸易顺差的本来面目//不止一次的口头干预//稳坐进口之安//克尔古曼的理论//不见行动的美国产业//日本产业潜在的疲惫//庞大的汇率差损失//日本对美投资不辍之谜//协调降息//期待反弹//诱导式的行政指导//泡沫成为缓冲//华尔街保卫战//

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转向实体投资//国际清算银行规则的幕后//何去何从

第四章 日美轮回 1990～1995 ………………… 81～125

日美携手挤碎泡沫//股价居高之谜//地价与竞争力//日本国民的立场//难以抗拒的要求//激烈的舆论动荡//股价暴跌的导火索//失去作用的缓冲装置//新支撑点何在//日元独步高峰美元全面走低吗//以日元计算情况将不同//无形的补贴//日本是高成本国吗//财政政策何故未能奏效

第五章 金融战败殃及亚洲 1995～ ………… 127～149

一张照片//异常的低利率//新“帝国循环”时代//汇率风险影响下的社会养老资金//逆转了的太平洋共荣圈//亚洲被卷入其中//对冲基金意欲何为//财政部—华尔街复合体//货币与政治的关系

第六章 锁国的代价 ……………………………… 151～168

冰山一角//70年代的歧途//有担保公司债的束缚//武士债与欧洲日元债//金融市场的空洞化//日美经济“历史上如果……”//欧元的诞生与日元的未来

结束语 蝙蝠的“新经济观” …………………… 169～173

参考文献//译注 ………………………………… 174～184

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代序　20年的祸根

20世纪的最后20年,日本人在今后的日子里将会以什么样的心情回首这段往事?这是我们亲手营造的经济生活,前一个10年的热胀和后一个10年的急剧冷缩,还有1990年泡沫经济破灭时我们经历过的精神上的失落和闭塞感。所有这些我们将向后代作何解释。

平成(译注1)危机是一次漫长的看不到尽头的经济混乱。这场混乱究竟因谁而起?有人说桥本(龙太郎)内阁误判局势错征消费税,而后又废除了特别减税的措施是政策上的漏洞,是罪魁祸首;有人说劈头盖脸般袭来的亚洲金融危机和俄罗斯经济危机是起因。这样的话题总会浮现在人们的脑海,同时,我们也还会时时想起泡沫经济的破灭这一战后国人不曾有过的经历。

根据某咨询机构的测算,从1989年至1992年,日本股票的时价总额减少420万亿日元,土地等的评估额则减少了380万亿日元。合计800万亿日元的金融资产的损失相当于国家财力的11.3%。第二次世界大战期间日本所有物质损失在国家财政中所占的比例是14%,两个数字相差无几。当然泡沫经济是高价交易造成的,不可与战争中的物质损失相提并论,只是1993年以来地价的下跌和股价的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动态足以说明，这次损失的程度比之第二次世界大战期间甚至有过之而无不及。

关于平成危机和泡沫经济的关系，我们日本人似乎早就形成了特定的思维模式。

“泡沫破灭后不应该把不良债权的处理放在优先位置。”

“不，是政府为泡沫经济开错了药方。不应该操之过急，匆匆挤破所有泡沫，而应该实施稳健的调整措施。”

“那还不如说错就错在诱发泡沫经济的政策。”

于是，当我们质疑诱发泡沫经济的原因时，往往招致诸如“长期的低利率政策”、“日本中央银行和大藏省（译注 2）的政策失误”之类的答复。我们自然也会点头称是，不再深思。如果我们刨根问底，当然继而会问道：“政府为什么会在政策上犯这样的错误？”只是迄今为止我还从来没有听到过令人满意的答复。本来嘛，即使坦率地把这一点说清楚也不可能收回已经流失掉的资产……

我们尚在不知其所以然的心境中，却又因知其然而停止了思考。不想半路杀出了美国，其姿态与日本形成了鲜明的对照。美国经济在布什政府时期出现过一时的衰退，之后便呈现出强劲的回升势头。1998 年 6 月，克林顿总统大张旗鼓地访问了中国，他向中国经济表示敬意的同时还顺便抨击了日本的经济。

想来，80 年代以后，自主限制汽车出口（译注 3）、半导体协议（译注 4）、超级三〇一条款（译注 5）等等，之所以连篇累牍不绝于媒体，恰恰说明美国对于日美贸易失衡的不安。相反我们日本人沾沾自喜于本国的出口产业在竞争中优于美国，满足于从中得到的一点自尊。而那场贸易战争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(当时连这种词汇都被制造了出来)的结果又如何呢?

克莱德·皮尔斯托维茨(Clyde Prestowitz)的《日美逆转》一书日文版的出版是在1988年。而现在日美经济的发展似乎已经又一次发生逆转,那么这次该轮到日本面对美国的出口攻势而欲哭无泪了。不过现实似乎不尽如此,倒应该说日本在1997、1998年搭着日元贬值的便车增加了本国的对外出口,而美国则表现出了一贯的神经过敏。上面提到的克林顿总统对日本经济的抨击无疑是在告诉日本,美国不再替日本支撑因经济危机而萎缩着的市场。

于是,关于日美经济的又一次逆转,最近又有了新的说法:“日本制造业胜于美国而在金融经济上败给了美国。”

这种说法在某种意义上可以说是切中要害的。不过,这样说容易使人们一概而论地、单纯地理解为制造业在竞争中战胜了美国而金融机构却败给了美国,进而使人们的认识更加偏离问题的本质。这无异于说丰田汽车胜了而东京三菱银行输了。持这种论调的人一定是把制造业和金融业完全分离了。放宽限制、金融大改革等近年来围绕金融市场改革的议论与上述论调也是同出一辙的。

只要存在制造、出售商品的经济行为,就必然同时存在从销售收入中刨除掉费用后,利用盈余部分(对国家而言就是经常收支中的顺差部分)进行投资的经济行为。实体经济和货币经济如同一枚硬币的正反两面,拿在手里时只能是一个整体。

如果说“贸易即商品的流动”与“金融即资本的流动”是一个整体的话,那么80年代那场“贸易战争”的背后就还应该有过一场平行发展的“日美金融战争”。而媒体对此几乎毫无报道,事实上日本是败给了第二个“战争”。更加正确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地说，明确意识到“金融战争”意义的或许只有美国。也就是试图在世界范围内确立其“金融经济”优势地位的美国。依笔者看，日本的政策当局根本就没有过金融战略的念头，这才是招致今天困境的根本原因。

在此，我要明确一下本书的题目与整体构成。

当我们面对日本经济的困境时，便要条件反射般地想像美国经济的形态，并且完全是非常自然的条件反射。没有与美国经济的深厚关系，就不会有20年来日本经济奇迹般的发展。

日本银行(译注6)宣布，日本拥有的对外净资产(对外资产余额减去对外债务余额)总额截止到1997年底为1246000亿日元(约合8900亿美元)，大约相当于日本GDP(译注7)的20%。70年代，日本以巨额贸易顺差为资本终于跻身于债权国行列，随即地位猛增，不久便以世界之最荣登世界债权国榜首。

与此同时，美国拥有了13200亿美元的债务(美国商业部统计，截止到1997年底)，凑巧也相当于美国GDP的20%。这使美国成为世界最大的对外纯债务国。进而言之，日本所拥有的对美国的债权额大大高于其他国家，自然美国对日本便负有了相应的债务。这就是日美间的经济关系。

世界最大的债权国陷入了经济危机，而对这个债权国负有巨额债务的、世界最大债务国长期以来却又享受着经济的繁荣——这至少是迄今为止被忽略了的国际经济事实。对此我们也应该看一看是什么样的、不同于正常经济规律的因素在起作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是什么因素呢？一言以蔽之，就是横亘在作为日本经济活动之要素的国际货币体系中的根本矛盾。就是说，美元至今仍是事实上的世界货币，同时又与美国一国的经济政策密切相关。美国随心所欲地变幻着反映自己意志的美元价值。这是不可否认的现实。其结果是给日本带来了莫大的灾难。仅举一简单易懂的事例为证。

日本在美国拥有巨额资产。80年代初以来，以日本人寿保险公司等机构投资家为主的日本资金大量流入美国购买美国国债——这是日本拥有的美元资产的主要形式。

可是，1985年以后，随着日元的升值和美元的贬值，日本的美元资产大幅度贬值。80年代前半期日本刚刚涉足美元世界时购买的美国长期国债等，如果一直没有抛出，那么到了1995年4月日元升值的高峰期时就已经丧失了70%。即使是在1995年以后美元相对坚挺时，算来也要丧失40%以上。尽管这个数字远不及泡沫经济破灭后日本的美元资产所蒙受的损失，但如此巨额的国家财富的消失并不是“汇率差损”所能了结的。毋庸讳言，这正是后泡沫时代给日本经济带来沉重通货紧缩压力的关键所在。日本所拥有的美国国债，某种意义上是否可说最终将形成不良资产？

20年前，日本作为债权国高高兴兴地迈进了美元世界。而偏偏是日本以投资方式将大量财富倾注其中的美元，发生了急剧的价值动荡。并且，由于汇率的动荡，过去的美元世界货币时代的遗制和美国的政治、军事地位以及国家的意图是极易反映到汇率上来的。说得极端些，如果美国想削弱债务对象国的国力的话，只需将美元汇率导向贬值便足可达到目的。正因为如此，以德国为首的欧洲各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国才为了寻求“自由解放”而创立了欧元。

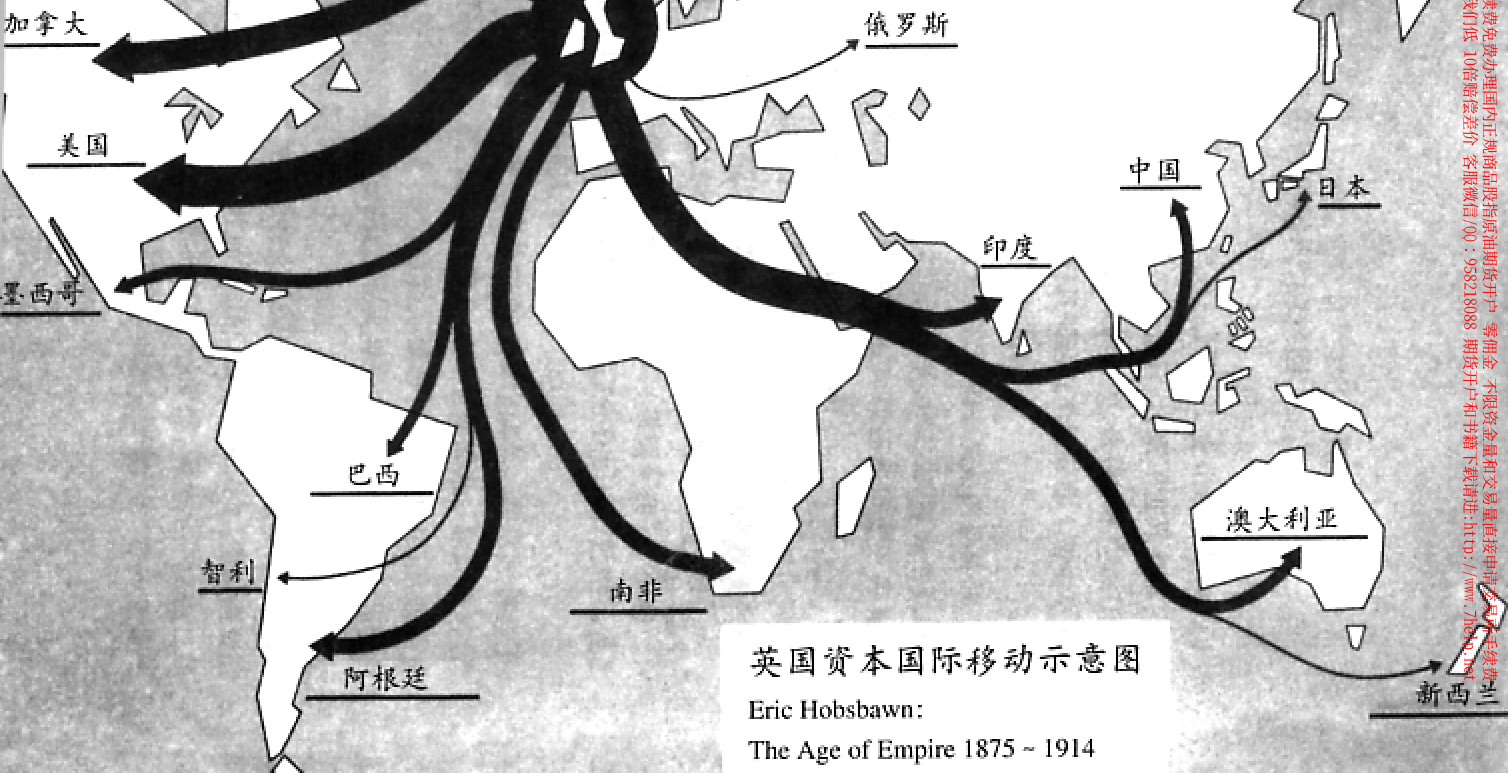
日本却没有深刻认识到这一点。为什么日本会继续购买美国国债，继续留驻在美元世界？欲了解日本金融政策当局采取的令人费解的政策选择的背景，说实在的，需要我们为知其所以然而反复思考。只有这样，才能解开长期低利率政策这一泡沫经济的生身父母之谜。只有这样，才能正视日本金融市场的改革和国际货币体系的不合理性。

从第二章到第五章，本书着重论述上述主要内容。章节设定以五年为期并非为图省事，而是由于日美金融变幻恰恰每五年就会光临一次。这完全是令人无奈的偶然现象。如此顺理而成第六章，笔者自然就要归纳出日本政策当局失策的根本性问题。

不过，想要读者理解以上所说一切，前提是必须持历史地认识问题的态度。为了正确理解 80 年代种下的日本经济的祸根，必须从历史上弄清日本作为债权大国，其政策选择究竟在哪一点上偏离了轨道。为此，从金融循环的视点重新认识现代国际经济就并非舍近求远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 货币大国的兴亡



英国资本国际移动示意图
Eric Hobsbawn:
The Age of Empire 1875～1914

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国“维多利亚时代”的轮回

历史翻开了近代史第一页后，工业化浪潮带来的丰厚的经常收支顺差被用于对外投资，出现了世界范围内的资本流动的轴心国。按时间顺序排列，这些国家应该是英国、美国，之后是日本。我们且把这三个国家称为历史上的“核心债权国”或者“核心资本输出国”。

近代世界上首先以大债权国姿态亮相的是英国。人们特地给那个时代冠以女王的名字，称之为“维多利亚时代”（1837～1901 年）。英国的霸权时代还在历史上为英国留下了“世界工厂”、“世界银行”的称呼。

首先，说一下“经常收支”。

我们在报纸经济版经常看到的名词“经常收支”，较之表示进口和出口差额的“贸易收支”要难懂一些。

经常收支，曾被定义为“储蓄＝投资平衡”，就是指一国经济中，相对于民间部分与政府部分分别进行的国内投资需求的储蓄额的计算数字。

还有人从对外交易关系方面作解释。在这种解释下，贸易收支就成为左右经常收支的主要因素。除此之外，海运等的服务收支、投资收益等贸易外收支也对经常收支造成影响（最近人们将贸易收支与服务收支合计，称之为贸易—服务收支）。

因此，尽管贸易收支、贸易外收支的顺差不少，但如果政府仍拥有高额财政赤字、民间国内投资增加、国民消费欲望增加（说明国民储蓄欲望低下）的话，就并不一定会在经常收支中保持顺差。对“储蓄＝投资平衡”与“对外交易关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系”这二者的认识有什么联系呢？汇率在经常收支中发挥着什么作用？围绕这两点，评论家们已多有议论，笔者不过点到为止，并不想参与进去。

无论怎样，任何国家只要其储蓄有余力，就会形成经常收支的顺差并可用于对外投资。而当储蓄不足，经常收支为赤字时，就需要吸收外国投资(或贷款)来弥补。没有海外资金的流入，国民就必须降低生活水平，以使收支保持平衡。

可是令人们多少有些意外的是，19世纪中期工业革命大致完成，当时的英国已经具备了绝对的经济优势，只有贸易收支始终是赤字。

当时正是帝国主义活动的活跃期。英国的贸易结构中，向印度等殖民地国家的出口占到近30%。同时还出现了三角贸易等复杂的形式。其结果哪怕是加上二次出口，产品出口总额也只占进口额的80%。这过早地给制造业的竞争力开亮了黄色信号灯。从金融循环角度看，上述赤字说明，英国曾试图将本币英镑作为世界货币播种到全世界，这些途径发挥了令人满意的作用。

英国的贸易赤字一直持续到20世纪以后，但这期间英国的经常收支却总是顺差，而且顺差的额度一直呈扩大趋势。这是因为什么？

英国曾是拥有世界约1/3商船的海运大国，海运收入弥补了贸易赤字，也就维持了经常收支顺差。并且，由于经常收支的这些顺差又被用于英国的海外投资，其利息收入被计入原本就已经很庞大的海运收入，进一步抬高了经常收支的顺差。增加了的经常收支的顺差又会被用于海外投资。在“海外投资→利息收入带来的经常收支顺差→海外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资”的循环中，19 世纪后半期，顺差滚雪球式的发展过程已经是十分明显了。

让我们用数字来证实一下这个过程。

英国维多利亚时代的海外投资余额，1870 年约为 7 亿英镑，到 1900 年末就增加到约 24 亿英镑，到了第一次世界大战前的 1913 年则达到了最高峰，约为 40 亿英镑，这一年英国的 GNP(译注 8)预计为 23 亿多英镑，故而其海外投资余额高峰期时达到 GNP 的约 1.7 倍。

同时，英国每年的投资净收入(对外投资收取的利息等收入减去对本国投资支付的利息)对 GNP 的比亦持续为：

3.5%(1870～1874)

6.0%(1890～1894)

7.2%(1910～1914)

概算一下，英国的投资家在 1856～1913 年的 57 年间，收取到了相当于其海外投资额的 130% 的利息和分红，并且由于其海外投资中债券占有很高比例，利息收入稳定，起到了稳定其国内经济的作用。

英国的债券投资开始于购买欧洲债券。随着世界工业化的进展，进而发展到购买英属殖民地印度种植园和美国新大陆开发的债券。在这些地区，工业化发展带来的铁路建设等基础设施的进展以及随之而来的农业开发，给英国带来大量的投资机会，高峰时的 1913 年英国对美国、加拿大、阿根廷三国的投资占其对外投资总额的近 40%。

“大西洋经济”一词便涵盖了当时以英国为中心的实物经济与金融经济的总体形态，是英国为将其“周边地区”的新辟殖民地纳入向英国提供食品和原料的基地而向这些国家提供劳务(移民)和资本的构想。不久，这一名词又被用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于特指包括加拿大、澳大利亚、阿根廷等国在内的经济圈。

这种"大西洋经济"因人种、语言的同一性而得到美国、加拿大、澳大利亚等国的认同。作为经济圈,这是一个闭锁的体系,英国的海外投资可以说是被其玩弄于掌心。

英国的海外投资还在资本循环方面使"大西洋经济"得以成立,并因种种原因达到极盛,其增长点就是"内外利率差"。

当时美国的长期利率之所以高于英国,是由于它考虑了漂洋过海的投资自然伴随的投资家心理上的风险意识和偿债风险因素。从美国角度而言可以说是吸引投资的苦心。而美国民间铁路债券等,由于并不罕见的破产风险的存在,自然使得美国企业支付的债券利息高于政府债券。

如此,英国通过贸易和海外投资将世界货币英镑播撒到全世界,又收回到自己口袋里。当然,伦敦金融市场,特别是英镑的保护神英格兰银行被称为"世界银行",并发挥了相应的作用。

一般情况下,君临世界的霸权国所拥有的力量中,经济实力不可缺少,这是不言而喻的。笔者之所以特意强调,是由于霸权国的经济实力的确是体现在国际资金循环上。要想形成领导世界经济的资金循环,占据核心地位,就必须拥有对外净资产,同时以此为基础使本国货币成为世界货币,并得到全世界的信任。只有这样,资金才能够发挥强有力的作用。

在这种意义上,大英帝国才得以有一个非常稳定的基础。可以说它是世界霸权一种"理念型"的示范。

英国在被称为"维多利亚循环"的世界资本循环中稳居核心位置,满足了后进国家庞大的资金需求,积累起世界最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的对外资产(参见本章题图)。

国际收支发展阶段论

19 世纪末流行于国际经济学界的“国际收支发展阶段论”学说认为,大债权国的对外(经常)收支和资本输出是沿着某种规律发展过来的。这种论点固然会招致一些不同意见,但大债权国几乎都走过如下相同的经历。通过引进外国资本推进工业化进程成为经常收支赤字国,随着经常收支出现顺差开始偿还债务。当他们全部还清债务之后便成为准成熟的债权国。再后来逐年增加的经常收支顺差便直接与资本输出紧密相关了。用不了多久,这个国家就会进入成熟债权国的行列。不过成熟期并不会永远持续,高峰期过后经常收支的赤字重新发作时,债权自然随之崩溃。

债权崩溃,成熟债权国被摘牌之后会怎样? 大概他会走上债权小国之路。

英国正是这个“发展阶段论”的典型。维多利亚模式循环发展到成熟阶段后,第一次世界大战的爆发使这个发展规律产生了变异。

英国作为联合国方面的盟主为筹集军费与新兴工业国德国交战,从美国借款的同时,还亲手将连年购买的美国债券和联合国方面持有的大量各类债券拿到纽约金融市场抛售。英国的护身符般的对外资产不得不大量减少,其大债权国的地位被严重动摇。加速了英国经济衰退的是 1929 年爆发的华尔街金融大危机导致的全球性的经济危机,紧接着便是 30 年代的世界经济大恐慌。

英国从核心债权国的地位后退之后,资本输出的中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位置便转移到了美国。于是,到了第二次世界大战后,美国的世界霸主地位得以确立。尽管如此,英国的由投资收益拉动的经常收支的顺差一直保持到1986年,确实令人惊异。进入90年代后,英国虽然转而成为经常收支的赤字国,但其债务积累却至今未曾超过其资产余额。英国仍然是继日本、德国之后的世界第三净资产国(对外资产余额超过债务余额的国家),说明英国自19世纪以来进行了何等周到的对外投资。

另外,美国通过铁路建设等,引进了以英国资本为主的大量外国资本,在第一次世界大战前建立起了自己的世界最大工业国的地位,又通过世界大战摇身一变为债权国和资本输出国。第一次世界大战美国未成为战场,工业实力得以保存。美国在战争期间出口激增,使美国可以利用出口所得进行负债赔偿和直接投资。其结果是,第一次世界大战后的1918年,美国持有的对外净资产已经达到了GNP的近8%,而1930年美国的海外投资余额便与英国不相上下了。没过多久美国进一步扩大了与英国的差距,终于登上了“资本输出核心国”的宝座。

美国与英国不同,其民间对外资产中直接投资占半数以上,直接投资是民间对外资产的核心形式。从地区来看,直到第二次世界大战前,美国主要投资对象都是那些在其政治和经济势力范围内的、被称为“美国后院”的中南美各国。

怀特对垒凯恩斯

原法国文化部长阿德若·马尔罗(Ardre Malreaux)曾经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说过:“美国也许是惟一的没有刻意去争便得到了霸权的国家。”不过马尔罗的这一认识从国际政治实际的角度看,显得过于文人气了。美国霸主地位的形成不仅是形势发展的必然,而且是美国认识到了金钱才是霸权的根本后,根据自己周到的战略上演的一出好戏。

第二次世界大战以后,美国以企业的跨国发展为海外直接投资的武器,已经高居世界最大债权国的地位。作为惟一的本土几乎未经战火的战胜国,美国的工业实力、经济实力必然出类拔萃。尽管有了这些有利条件,但战后为重整世界金融秩序而召开的布雷顿森林会议(译注 9)上并没有想当然地确立起美元的支配地位。

虽然世界货币英镑气数已尽,但在布雷顿森林会议上,英国仍根据凯恩斯方案提出建立新的国际清算同盟及其货币单位“班克尔”(Bancor),力图抑制美元的升值。对此,美国针锋相对地提出了反映华尔街利益的怀特(Harry D. White)方案,试图在美元即世界货币的前提下建立美元的替身国际货币基金组织(译注 10)。两案会战,美国获胜(不过如后所述,世界货币美元一方最终同意各中央银行间仍然维持黄金储备,以防止将来可能发生的美元动荡)。

如何推广美元

当然世界货币的改朝换代不是一朝一夕可以实现的,美元面临着许多问题。

首先第一点,特别是在欧洲,美元需要排挤开传统的世界货币英镑并把自己推广开来。美国自大战期间开始,就根据其武器借贷法实施对欧军事援助。这期间美国一直努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力采取美元结算等措施。在战后的东西对立中美国又实施了援助欧洲复兴的“马歇尔计划”(译注 11)。

国际社会曾一时盛传,这一规模超过 130 亿美元的对欧复兴援助显示着美国的宽容,然而却也不得不令人感到其背后隐藏着的醉翁之意:所有援助项目均由美元结算,这正是美元排挤英镑而渗透欧洲的真正用意。

它的具体运行的载体是欧洲清算同盟(译注 12)。

欧洲由于绝对缺少对外清算货币,所以设立了贸易收支清算机构——欧洲清算同盟。美国则根据马歇尔计划,以协助欧洲清算同盟开展清算为由向其提供美元,也必然产生了欧洲贸易最终以美元结算的效果。应该看到,在欧洲世界货币化的过程中,充满了美国利用美元进行的周到的战略部署。

第二点,解决了美元不足的问题。美国由于实现了大幅度的贸易顺差,且贸易结算均使用美元,必然将美元又回收到了美国。而美元过于集中在美国,没有向国外的一定规模的流出,就不会形成适当的国际资金循环体系。“马歇尔计划”等实施的美国对外援助,无疑为弥补当时美元存在的不足发挥了作用。

紧接着,美国终于下决心开放了国内市场。

众所周知,在大不列颠霸权时代的自由贸易体制下,美国是从后进工业国基础起步腾飞的。19 世纪以来,美国一直靠高关税等措施保护其庞大的国内市场,并最终通过开放市场转变了传统的政策,将自由互惠的原则引进到了其外贸政策的基本原则中。

在第二次世界大战后成立的关贸总协定体制中,美国发挥了巨大作用。如从资金循环的角度看,美国选择了自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由贸易主义，并且主动扩大进口，这些都是美国为向国外推广美元、在国际上建立美元支配地位付出的成本。

对外资产与政治势力

不久，各国都开始了战后复兴的建设，美国也开始了下一步的战略——利用美元进行对外投资。这使美国的金钱势力进一步得到巩固。

美国在40年代到50年代间积累的贸易收支的庞大顺差，通过对外投资，使得美国到了60年代便迎来了自己资本输出国的最盛期。其资本输出的核心形式依然是直接投资。美国将自己的化工、石油、汽车等生产、销售基地逐渐转移到了欧洲。当时的欧洲人把这些看作“美国的挑战”，感觉受到了威胁。

1960年时，美国的对外资产(860亿美元)中，直接投资占37%，其中对欧洲投资仅占20%。10年后的1970年，“美国的挑战”展示出成果，美国的对外资产达1660亿美元，占直接投资的近50%，其中对欧洲投资大为增加，占到1/3。1970年美国制造业的海外生产比例，以资产计提高到了近10%。

美国十分清醒地认识到了对外债权是可以派生出一定的政治势力的。1956年埃及的纳塞尔总统宣布苏伊士运河国有化，于是英国联合法国和以色列试图出兵苏伊士进行军事干预，这个时候美国的间接投资发挥了出乎人们意外的政治作用。美国首先坚决反对军事干涉，并警告英国如不响应美国的主张，美国将抛出自己持有的所有英国国债。英法的行为不过是出于帝国主义遗老遗少不识时务的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一己之见，而美国则进一步认清除了军事力量，金钱势力也可以成为有效的发挥国际政治力量的手段，眼下就是不可多得的机会。

挣断锁链的世界货币

但是，债权大国美国的霸权并未能长久。进入 60 年代以后，美国的资本输出反而招致了美元的动荡，这种现象的发生使得肯尼迪总统出台了维护美元的政策。至 60 年代后半期，美国贸易收支顺差的幅度减小，到 1971 年终于出现了战后第一次贸易收支的赤字。

1971 年 8 月，尼克松总统发布了“新经济政策”，给世界经济带来了冲击，人称“尼克松冲击”。这一新经济政策的金融战略重点，是停止美元的黄金储备。于是从那时开始，美元便逃脱了黄金的束缚，成为独特的世界货币，其价值的变化，足以使世界经济陷入混乱。

众所周知，在英国的金融霸权时代，许多国家都采用金本位制度，为本国的货币储备相应的黄金。年纪大的读者也许都还记得当时每张纸币上都标有国家认可的、可换算多少量黄金的标记。那些纸币被称为“兑换纸币”。

采用金本位制的国家，一旦国际收支恶化，该国的货币就会贬值，黄金就会流失国外。由于当时黄金的交易完全是在自由市场进行，所以黄金大多是在那些货币价值高于黄金的国家抛售。那么必然导致该国货币流通量的下降，引发通货紧缩和物价下跌。物价的降低有助于增强国际竞争力、改善国际收支。于是又会发生国际收支改善→货币价值增加→黄金储备量增加→货币供给量增加→产品价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升→国际收支恶化等逆向循环。在这种循环当中，如国际收支自动达到均衡，货币的固定汇率制就可以维持下去。

而在战后的布雷顿森林会议体制下，实施的则是被称为“黄金美元本位制”的变异了的金本位制，这是以美国的强大的经济实力和充足的黄金储备量为前提的制度。在“黄金美元本位制”下，美国对各国的中央银行所持有的美元负有随时根据他们的要求为他们兑换黄金的义务。就是说，美国必须拥有与流通在本国和世界各国的美元相等量的黄金储备。美元与黄金联动、世界各国货币与美元联动，才终于维持住了固定汇率制度。

60 年代，法国的戴高乐总统曾要求美国将法国持有的美元一次性兑换成黄金，这在当时是尽人皆知的戴高乐总统对美国的挑衅事件。美国不得不满足法国的要求，有人说戴高乐总统使美国的黄金储备见了底。

苦闷的美国霸主

由于尼克松总统宣布今后不再实施黄金与美元的兑换，世界经济陷入了大混乱。至于日本，与戴高乐总统领导的法国不同的是，由于没有将手中的美元兑换成黄金，从而蒙受了巨大的损失。

由于美元失去了用黄金标定的价值基础，各国货币也就不能通过美元与黄金联动，史密森货币体系(译注 13)虽然尝试过固定汇率制度，但很短时间便遭受到挫折，于是世界各国的货币瞬间过渡到了自由汇率制度。

至此，美元已不再是制度上的特殊货币，但是由于新的世界货币还没有诞生，美元在那之后也就作为不稳定的国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际货币受到相对的信任。如果说点后话的话,仍然一如既往地、如同黄金美元本位制度健在时那样地与美元保持交往的,则是80年代的“日元”。

从某种意义上可以说,70年代是在美元价值不稳定因素尚未暴露的状态中度过的。

1973年,石油危机袭击了全球。当时美国石油消费量的一半来自国产,于是汇率市场评价美元时并非基于美国经济的基础条件,而是认为美元由于是产油国货币所以会表现坚挺。同时美元还获得“遇警坚挺”货币的美称,并确实相对升值了一些。

不过,美元汇率的稳定只持续到1976年。70年代后半期开始,美国经常收支恶化的趋势表象化,以美国政府当局的口头干预为契机,美元瞬间开始下跌。其间,美国在越南品尝到了战败的苦果。1979年伊朗爆发革命,形成第二次石油危机,给世界经济带来动荡。特别是美国,由于同时还受到驻伊朗大使馆人质事件的打击,其政治威信受到伤害。加上前苏联入侵阿富汗,更加迫使美国拿出其冷战条件下西方盟主的政治对策。

美国放弃黄金美元本位制度的70年代,对于世界货币美元来说是动荡的10年,可以说,美国此后便积极致力于维持并重整其政治上的霸主地位。大唱“强大的美国”高调的美国共和党人罗纳德·里根就是在这样的背景下,于80年代当选美国总统的。

瞬间成为债务国

美国的金融经济在里根政府时发生了急剧的变化。50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代到60年代，在世界资本市场上可以观察到微缩了的、以美国为核心的维多利亚循环式的资本流动走向。进入80年代后资本的流动被大大扭曲，不久竟变质为极具霸权国金融特色的形态。其结果，是日本在不知不觉中被纳入初步形成的新的资本循环的线路。

美国金融势力的衰退在进入80年代后更加明显，其经常收支的赤字自1983年起更加引人注目。为了减少赤字，美国大力吸收外国投资。外国对美国的投资额已经超过同一时期的美国的对外投资额，美国终于成为资本的净输入国。外国对美投资，最初是以直接投资为主的。80年代前半期，尽管美元坚挺，美国跨国企业的对外直接投资增势不旺，但以日本为主的对美直接投资急速增长。美国随着海外涌入的直接投资的潮流，其收入立即大幅度地超过了支出。

如同前面说过的，一般情况下，处于经常收支赤字情形下的国家为减少赤字就需要引进资本，也就增加了包括直接投资在内的广泛意义上的负债，所以如果收入过度地大于支出的话，那么在需求平衡方面，对外净资产即“积蓄”就会相应地减少。长此下去“积蓄”就会耗光，之后便只剩下对外净债务的积累了。

美国对外净资产规模最大的年份是1981年，达1400亿美元。之后，美国经常收支赤字不断扩大，到1984年，积蓄几乎已经是零了。再之后，弥补赤字的外国资本的流入便成为净债务而不断积累着。以日本资金为主的海外资本，通过大量购买美国国债的方式进入美国，随之世界最大的债务国出现了。

对于美国的变化，世界资本市场迷惑不解。首先，美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的这种变化，并不是国际经济学界按照大债权国发展模式等一般理论所能预言的现象，也就是说与前面介绍过的“国际收支发展阶段论”相距甚远。一个成熟的债权国突然间彻底变成了大债务国，这是谁都无法想像的。

另一个令全世界迷惑不解的现象是，美国所必需的资本输入的规模是那么的大。美国经常收支的赤字在80年代是一点点增加起来的，1986、1987年对GNP的比例已经达到了3%以上。拥有世界最大经济规模的美国，需要如此大规模的资本输入，而且美元作为世界货币仍在各国流通，这是世界经济从未经历过的现实。

美国经历的核心债权国时代，至多不过60年，较之英国的辉煌短暂得多。这一是由于美国的对外净资产比起以往的英国要少得多，就是对外净资产额排位世界第一的1981年，占GNP的比例也不过4.6%，不可否认这对于经常收支的变化而言无疑是太微不足道了。美国的经常收支赤字，到80年代初，利息与分红等投资收益这些过去的直接投资的成果是能够平衡贸易收支的赤字的，而这些投资收益最终也无以应付急剧恶化的贸易收支的赤字。美国的对日贸易赤字是其贸易收支赤字的主要祸首，对于当时世界经济中的这个大特写，人们一定记忆犹新。

大债权国日本与其“帝国循环”

美国经常收支的赤字到了80年代后期以每年1000亿美元的速度增长，从海外流入的资金规模每年都大幅度超出这个额度。美国大量引进日本等资本输出国的资本以弥补本国经常收支的赤字，同时把国外流入资本的剩余部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又还流到国外。美国对日本而言是资本输入国，对中南美国家又是资本输出国。针对这种世界货币即美元的奇妙的流动，某位评论家给它起了一个颇具讽刺意味的名称："帝国循环"，而前面说过的"维多利亚循环"恐怕才是真正意义上的帝国循环，二者的区别已经无须多说了。

核心债权国的交替及其货币制度

	英　国	美　国	日　本
债权国时代	19世纪后半叶～20世纪初	20世纪后半叶～70年代	1980～
世界货币	英镑	美元	美元
货币制度	黄金本位制·固定汇率制	黄金美元本位制·固定汇率制	浮动汇率制
债权与货币	间接投资为主、英镑结算	直接投资为主、美元结算	间接投资为主、美元结算

请读者参照上面的表格考虑如下问题。

笔者将不同时期的核心债权国及其货币制度归纳为一览表，在这张表格上可一目了然的是，80年代的"核心资本输出国"既不是美国也不是德国，而是70年代后期急速发展、显露头角的资本输出国日本。

美国原本就是把从日本得到的部分资金又运用于其他国家，因此若把日美当成一个国家的话，那么似乎就可以说，美国仍然是核心的资本输出国。这种视点意义非常深远，笔者在后文还会提到。

还有更重要的一点。"维多利亚时代"的世界货币是英镑，当时英国购买的外国债券都是以英镑结算的，因此其果实也由英国本国的货币英镑来享受。在美国成为核心的资本输出国时代，资本循环的主角仍然是世界货币美元。惟独80年代兴起的日本的核心债权国时代，其资本输出不是

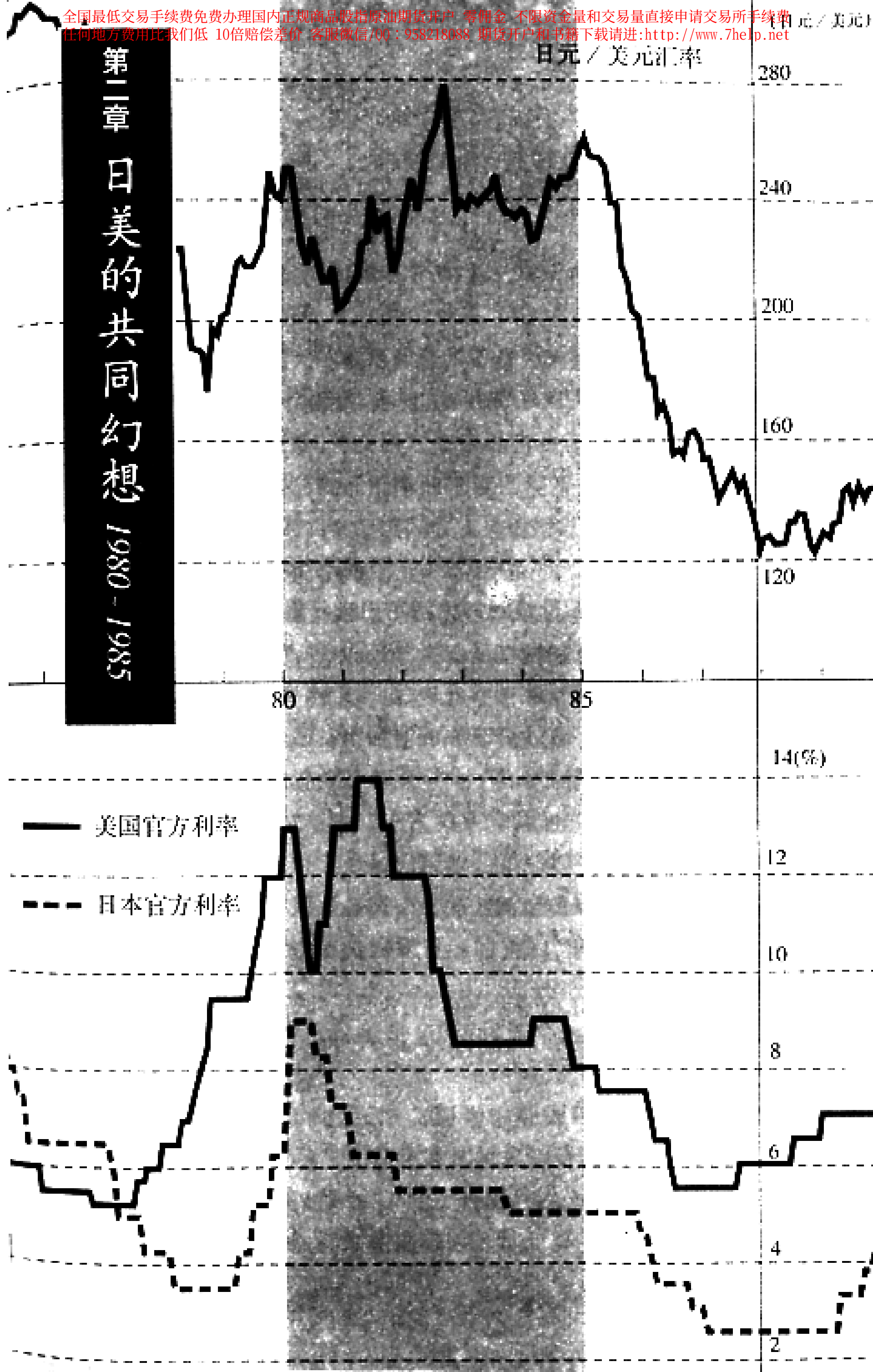
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以日本的本币来结算,而是以美元为主进行结算。从历史角度看,这难道不是异常现象吗?

关键在于里根政府以后的美国的金融战略。同时还要看日本如何应付局面,如何被卷入,其结果是否会是悲惨的失败。从本书第二章开始,笔者将聚焦80年代的日本与美国的经济关系,围绕两国间金融流向与政策选择程序作文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 日美的共同幻想 1980-1985



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伏都教的咒语

首先，让我们回顾一下70年代美元的世界货币体制走向衰亡时的景况。

以美国强大的政治和经济力量为前提的布雷顿森林会议体制，70年代随着“尼克松冲击”的到来而告终。美元逃脱了黄金的束缚，并在随之而来的自由汇率制度下享受到了更多的自由。规范汇率的基准已经不复存在，汇率完全置身于市场，人们期待国际收支也能得以调整，于是各国货币开始了自由汇率制。

70年代，世界经历了两次石油危机。第一次石油危机时，由于美国的巧妙运作，浮动汇率制的矛盾没有暴发。如前一章提到的，由于石油，美元在汇率市场被高估。因此美国通过向产油国输出武器和成套设备等手段平衡自己与产油国间的贸易赤字。至于产油国仍然有余的石油贸易顺差，美国则通过与沙特王室关系非常的花旗银行和大通银行等美国籍银行大力加以吸收，再将这些资金还流到工业化进程中的中南美各国。这是美国成功地建立起来的循环体系（但是，对中南美国家过度的贷款，不久便转换成为这些国家的债务危机）。

不过，这些仅仅都是70年代那个过渡期中的插曲而已。

进入80年代后，以美国为中心的资本循环的“贷出方”，将目光定格在日本并将其放大为特写画面。并且，日美两国的金融关系，由于一开始便奇妙地与两国意图相符，也就非常无奈地逐渐钻进了死胡同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章首页题图显示的，是里根政府时日元对美元的汇率和日美两国官方利率的变迁。

尽管美元汇率在“尼克松冲击”后一时间跌至1美元比250日元，但由于上面所说的美国的与石油危机交织的特殊立场，其后数年间美元对日元的汇价稳定在1美元比280～300日元的水平上。

美元汇率失控始于1977年。卡特政府的财政部长布鲁梅萨(Michael Blumeuthal)以日本、前联邦德国的贸易顺差为由，进行所谓的口头干预，降低美元汇价。1977年初的1美元对290日元的汇率到第二年秋天竟暴跌到1美元对170日元。卡特政府震惊了，转而开始保护美元，但他们却迎来了第二次石油危机和与之相伴的超级通货膨胀。

1979年夏，保罗·沃尔克(Paul A. Volcker)就任美国联邦储备委员会(译注14)主席。为了治理通货膨胀，他连续三次提高官方利率，实施了严格的紧缩银根政策，于是出现了高达两位数的官方利率和20%的市场利率。

里根政府就是在这种形势下诞生的。里根政府是冷眼注视着卡特政府时代的美元汇率暴跌而诞生的。新政府起步于1981年，当时美元对日元汇率的基调为1美元比200日元，美元略显疲软，美国贸易收支的赤字幅度也不过是200亿美元的程度。

可是，高歌“小政府”与“市场万能”、信奉“供给经济学”的里根新政府，在短期内向国民兑现了其曾作出过的大幅度减税的承诺，于是1983～1984年间，美国经济开始明显好转。而另一方面，美国的财政赤字和贸易赤字却日益扩大。减税措施刺激起的消费的扩大带来了进口的增加，却并没有达到由经济繁荣而自然地增加税收的目的，曾向国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民作出过的另一承诺——通过“小政府”减轻财政负担也未能尽如人意。“通过减税实现增税目的的做法，无异于伏都教(译注 15)的咒语。”——这是美国共和党总统候选人乔治·布什严厉指责里根政府的话，也是里根政府的痛处。

然而，美元汇率在美国经常收支赤字扩大的同时竟开始反弹，1984 年，美元飙升到了 1 美元对 250 日元以上。发生这种现象的根源才是问题的所在。

起步于日本的美元升值

里根政府起步之初时，放任甚至欢迎“硬美元”现象。对于靠高喊打倒“恶霸帝国”苏联、建立“强大美国”而当选的美国总统而言，“强大的美元”便是“强大的美国”的象征。但此说未免失之单纯。还应该看到，这种说法同时出于世界货币拥有国最高领导人想当然的感情，至少与就任伊始就声称希望美元贬值的少壮派总统克林顿的表现方式多少有些不同。

其实，里根政府欢迎美元坚挺也并非仅出于这一个理由，因为它还与“供给经济学”并列为里根政府的政策支柱，从货币主义角度看是应该给予肯定的。在经济运营当中如果将重视货币供给的想法运用于汇率政策，那么除去市场发生混乱等因素，政府和货币当局不干涉市场应是基本原则。美国经济的基本指数如能得到改善，其货币的对外价值当然也会增强，也就是美元升值。无论希望通过美元贬值增加出口的产业界及其利益的代言人美国国会怎样说，如通过政府干预市场稳定汇率，势必导致货币供给量扩大，这是不可取的。因为这是以米尔顿·弗兰德曼(Milton

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Friedman,芝加哥大学教授)为核心的货币主义者的想法,这一想法给了里根政府强烈的影响。

还有,当时的财政部长唐纳德·里甘(Donald Regan)出身于以“强大的美元”为交易基础的华尔街,故而对财政当局来说美元走强也没有形成什么大问题。

但是,这里有一个陷阱:里根政府前期的美元坚挺,是否就是美国经济繁荣健全、良好形象的如实反映?所谓陷阱,就是说无论美国方面怎样想,至少日本认为美元坚挺现象是“日本造”,是日本资金过于集中地购买美元造就的。

进一步说,这是由日本投资家对于“世界经济的表象经济化”的现实麻木不仁所造成的。

根据学院式的理论,当日美两国间出现贸易不平衡,美国拥有巨额贸易赤字时,就应该贬低美元对日元的汇价,并得出美国对日本出口增加、进口减少的结果,最终使两国的贸易收支在新的汇率中达到平衡。

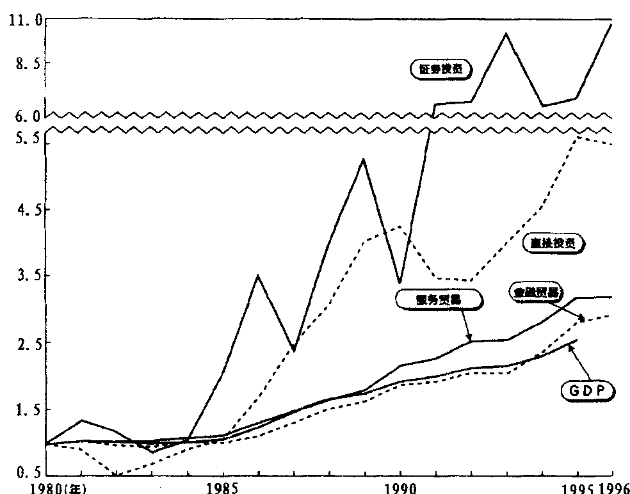
但是,如同彼得·德拉克(Peter Drucker)在他的《新现实》(日译本,钻石出版社)一书中所说,80年代初,左右世界经济的力量从实体经济向表象经济转换,即从商品、服务贸易转换为金融交易的方式。

这是国际金融的参与者们亲眼看到的日益强化的现象。这种现象是由70年代开始的资本交易的自由化、外汇交易的取消管制所引发的。这些随着电子信息技术的急速发展而扩大,以至近年由调期交易、期权交易、差额交易等生成并迅速发展了复杂的衍生金融商品。下面的图表显示,证券投资的增长比贸易的增长要高出一个档次。可以说这证明了世界经济赌博因素的生成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界的名义 GDP、金融/服务贸易、直接投资及证券投资的增长

（以美元计,1980 年为 1）



出处:《通商白皮书》1998 年版

让我们再深入地看一下货币经济的机制。

传统的日元与美元间的交易,具备了与现行的进口与出口同时并举的性质。丰田汽车公司出口汽车收取美元,又将收到的美元拿到外汇银行兑换日元,就是说把美元卖掉。而这种货币的买卖以往是必须伴随贸易等实体经济的运作的,这就是外汇交易中需求原则的“管制”。

在过去的年代里,上面提到的学院式的本本主义在某种程度上是行得通的。比如日本对美国出口的增加(因为日本出口企业将出口获取的美元兑换成日元),体现在日本抛售美元的增加上,也就不难理解这一切是怎样招致了日元的升值和美元的贬值的。那么,如果提高日元汇价,来拉动进口、控制出口,同样通过美元贬值增加美国的出口、控制其进口的话,贸易不平衡也就自行解决了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是今天，外汇管制在许多国家已经被废除，在外汇管制的前提下根据进出口所需额度兑换日元或者美元，这种形式的外汇交易在世界外汇交易中所占比例已经非常有限。世界主要市场的外汇交易额，日平均达 11900 亿美元（1995 年 4 月），而 1995 年的世界贸易总规模仅占上述外汇交易总额的 1.2%，其余的 98.8%都是上面那张图表所显示的伴随证券投资的外汇交易，以及用一种货币购买另一种货币（这是占很大部分的），即所谓通过市场手段的外汇买卖。

货币的买卖，就是一种在利率和汇率的变化中投机取巧的行为。

80 年代前半期，日本的出口当中，以日元结算的交易占 30%、美元结算的占 70%左右。因此，仅就贸易而言，按上面的学院式的逻辑推论，日本对美国的出口扩大，抛售美元的压力自然就会产生。不仅如此，上面的图表还显示，持续的美元坚挺基本源于资本的流动。日本的机构投资家并未能看透或者将其看得过于简单的是，美元坚挺的背后是货币经济的发展。

关于外汇汇率的变化，传统的学院式的逻辑并没有为它描绘出曲线。就是说，尽管美国这个国家实际贸易赤字或者反映着贸易赤字的经常收支在不断扩大，美元却仍然坚挺，这完全是由另一种原因的资本流入造成的。

如前所述，流入的资金主要是用于购买美国国债的日本资金，而其真身正是日本在对美贸易中获得的巨额贸易顺差和经常收支的顺差。这些支撑了日本购买美元的行为并扭曲了外汇汇率。日本铸成金融战败错误的第一步，正是于 80 年代初如此迈出的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日美经济的奇妙共生

日本将贸易顺差带来的资金运作到美国，并通过这种手段扩大美国从日本的进口。这一奇妙的资金流动是怎样产生的呢?

卡特的美国民主党政府当政期间的70年代末到80年代初，美国将官方利率提高到两位数，从而开始了严格的紧缩银根政策。当时日本和联邦德国等经常收支顺差国家也提高了官方利率，但不过是6%左右的水平，与美国的官方利率之间仍有6个百分点的差距。日本对美国大量的资金输出首先是由明显的内外利率差引发的，这从经济本身来看，不能不说是合理的投资行为。

里根政府上台后，美国除贸易收支赤字外，财政赤字也急剧扩大。美国为解决赤字，急速增加了中、长期国债的发行。日本的人寿保险公司等机构投资家争相购买这种美国国债。同时，日本的证券公司也非常热衷于向个人投资家推销美国国债。历次美国国债的发行，都会很快地吸收到占总发行额30%～40%的日本资金。

1982年爆发了墨西哥债务危机。为实施救援等，美国下调了利率。但是这一次对美元升值的期待，仅仅是诱发了那些对汇率差损经验不足的投资家们的对美投资热情。

正如人们所看到的，减税和放宽金融管制等措施的实施引发了消费的增加，美国经济自1982年起进入了一个持续了较长时间的上升期。表面上看，这反映了里根政府经济政策的成果，但这一切带来的副作用却是贸易和财政的双重赤字。由于大规模减税，美国的财政赤字自1982年度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起明显增加，1983 年度便占到了 GNP 的 6%，达 2000 亿美元以上，这一水平一直延续到 1986 年。而这个财政窟窿却通过购买美国国债等方式被日本资金一举填平。

取代联邦德国的骨干作用

那么，到底是什么导致了美国的高利率，并使之成为对美投资的诱因的呢？

应该看到的是上面曾提及的第二次石油危机后，美国联邦储备委员会（以下简称美联储）为抑制超级通货膨胀所采取的强硬措施。

不过关于这一点，下面的假设也存在成立的可能——如此高的利率是美国以吸引日本资金为最大目的而故意出台的。80 年代前后，许多专家学者已经预见到随着里根政府的上台，美国财政赤字会有所扩大，而期待日本填补赤字、积极发挥支撑美元作用的看法也并非完全没有根据。至少，美国在这前后对于非居住者（外国投资家）持有美国证券采取的减税的优惠政策，就可以被看作是美国已经完善了对外国资金的依赖体制。

如果再进一步客观地观察其背后的现象的话，最终势必会看到日、美、德（前联邦德国）三极政治力学问题。

1979 年 1 月，欧洲货币体系（译注 16）成立，联邦德国将自己的经济命运与欧洲共同体而不是美国，联系到一起。这是有决定性意义的事件。70 年代末，美元发生动荡时，美国发行了以联邦德国马克结算的“卡特债券”（Carter Bonds，译注 17）。虽然联邦德国承购了债券，但并不能说明它当时感到了支撑美元的必要性，而是欧洲货币体系自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身为了避免美元动荡所产生的危害，由欧洲共同体国家共同采取的措施。在这当中联邦德国马克发挥了核心作用。

美国 80 年代初的高利率政策，使得支撑美国经济的角色由联邦德国转成了日本。这一点在当时引起了罗伯特·吉尔平(Robert Gilpin，普林斯顿大学教授)的注意。

日本购买的美国国债总额，1976 年是 19700 万美元，10 年后的 1986 年 4 月就达到了 138 亿美元。日本 1985 年一年的对外投资额为 818 亿美元，其中 535 亿美元为债券投资，特别是对美国国债的投资。吉尔平教授从《纽约时报》传递的信息中引用这一数字作了如下论述：

“没有从日本向美国的资本流动，就绝不会有里根政府的一边刺激国内消费、一边进行美国历史上规模最大的与平时军备扩充等互不相干的投资行为。里根政府为了使与经济和国防有关的政策都能取得成功，利用了来自日本的资金。相比之下，1979 年的卡特政府在对联邦德国的关系中甚至没有考虑经济政策。由于联邦德国对支撑美元采取了不合作态度，美国不得不实施了金融紧缩政策。美联储减少了货币供给量，直接导致卡特政府时的经济倒退，也助成了里根政府的诞生。由于外来压力而改变了国内经济政策，这在战后美国历史上还是首次。这种政策变化意味着美国在经济领域的霸权地位的结束，同时也意味着美国今后必须依靠日本的资金。”(原著《国际关系中的政治经济学》)

那么对于日本经济来说，这一时期的巨额对美投资又意味着什么呢？为此，吉尔平教授在他的同一本著作中援用马克思主义经济学的方法进行了分析。

“日本的资本主义已经进入了成熟期，因此开始面临消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费停滞和资本过剩的苦恼。在日本国内，商品市场已经饱和，资本投资也缺乏出路。"

吉尔平教授在强调"马克思主义的经济学家也许会这样说"的见解之后，比较肯定地提出，巨额经常收支的顺差不是资本主义的必然命运，而是日本的自民党政府没有将过剩的储蓄用于提高国民生活质量的结果。然后吉尔平教授继续作如下论述：

"由于政府没有为此进行必要的国内改革，日本的资本主义便必然要寻找可以吸纳剩余资本的'殖民地'。日本终于在根据里根经济政策进行试验的美国为自己的剩余资本找到了出路。于是新的日本'共荣圈'的地域跨越了太平洋，吸收进了里根的美国。"

罗纳德·里根与康弘·中曾根的经济

国际政治学家吉尔平教授描述了日美两国间的实体经济和金融经济，但在上面提到的论述中他还没有论及日美两国间的货币问题，围绕汇率变化的力学关系也未在他的视野当中。事实上日美两国相互依存的经济所孕育的最大矛盾，在80年代的前半期尚未暴露出来。

对于把对苏冷战的胜利放在首位的里根政府，最大的精神支柱莫过于军费的增加，而在财政上因此留下的窟窿都指望日本资金回填。第一任里根内阁时，总统的政治向心力是非常强大的，那时他希望日本成为美国对苏冷战的"忠实盟友"。当时的日本甚至有人期待政治家能利用美国。中曾根康弘首相曾说："希望美国把日本全部国土作为不沉的航空母舰"，对外他吹嘘和里根总统是互称"罗、康"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的亲密朋友，在内心也是把自己当成美国总统对苏冷战的盟友。

以冷战格局为背景放眼看去，日本经济简直是西方经济的希望。英国首相撒切尔夫人曾评价说，日本的现状是资本主义经济取得成功的典型，是非常宝贵的。美国著名战略家布热津斯基关于日美经济融合的“美利坚债”(Amerippon，译注 18)之说，被理解成为美国提示了有利的思路。

这样看来，是日美两国在 80 年代前半期共同上演了“强大的美国”、“强大的美元”的剧目。

当然，对日美两国国民而言，两国的经济是各自不同的现实。呈现在美国人民面前的是经过减税和消费的刺激、自 1982 年开始进入时间较长的增长期的美国经济。只是里根政府自然不会进一步说明，这一成果靠的是从日本借钱以维持美国国民的“生活水平”不致下降取得的。

另一方面，惹人注目的大债权国日本及其投资家们，认定美国国债是安全的、有利可图的投资热点，甚至不求甚解地蜂拥而至。

不过，吉尔平教授断定，一旦日本流向美国的资金断流，美国必然要大规模地压缩经常收支的赤字。就是说一旦里根的经济政策中途受挫，美国国民只能大幅度地减少消费。另外，从军事上看，冷战末期的形势必然会发生许多变化。

所幸的是，美国的经常收支赤字照常发展，来自日本的资金补充源源不断。1984 年美国经济进一步增长，里根讴歌着“美国的黎明”顺理成章地赢得了连任总统的选举。

80 年代的前半期，自 70 年代以来经常收支持续顺差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的日本突然显露出大债权国的头角,美国却由于不断累积的经常收支的赤字而沦为债务国。这一时期有5年时间,应该是战后国际经济史上值得大书特书的5年。只要依循上一章所说的历史观来看,这5年便不容置疑地成为"核心债权国改朝换代"的时期。现在回过头去看,这一重要历史变迁竟然进展得无比顺利,或许是因为,日本是美国对苏冷战中的"盟友"。日本保证了美国人丰厚的消费生活之后,冷战结束了,这时日本才掉头去认识"经济威胁"。毫无疑问,80年代前半期,日美两国是陶醉于一个奇妙的共同幻想的。

利率无成本论

80年代突然出现的两个经济大国的一体化与贸易、资本两个方面的非对照性,作为国际经济中的实际状况是极为异常的现象。霸权国美国的经常收支赤字会发展到什么程度,这是任何人也无法明确说明的演变过程,而新兴的大债权国日本所孕育的问题就更谈不上明晰。

美国的经常收支赤字呈增势是70年代以来的现象。表面上的经济繁荣掩盖不了赤字好转无望的失落。到1985年,美国的对外净债务已达1000亿美元,况且高达10%的长期利率,第二年便在账面上累计了100亿美元的利息债务。债务与利息如滚雪球般地增加,据估算,5年后将达到1万亿美元。这无疑是苦于高利率带来的债务自行增殖的发展中国家的模式。美国若想摆脱困境,就应该通过改善产业竞争力扩大贸易收支的顺差,这才是我们在进行评论时应该指明的理所当然的解决途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，当时日本的资本输出，可以说是高科技产业显示出的强劲的竞争实力，搭上了美元坚挺的顺风船获得的巨额贸易顺差带来的结果。也就是通过最有利的有价证券综合运作(将证券或债券组合起来的有计划的投资行为)，以债券投资的形式，走向了对美国资金还流的极端。

1985年4月，美国由于对外投资收益的增加终于实现了贸易外收支的顺差，日本则如同前面提到过的“维多利亚循环”，达到了由贸易收支顺差、经常收支顺差带来的对外资产进入自行增值阶段的状态。而在“维多利亚循环”中，英国通过债券投资得到的平均利率不过是5%，可是日本对美投资的收益却享受了高达10%的利率，对自行增殖速度的预测也是惊人的乐观。这无论如何也不能说是健全的经济关系。笔者于1985年上半年，曾作过如下评论：

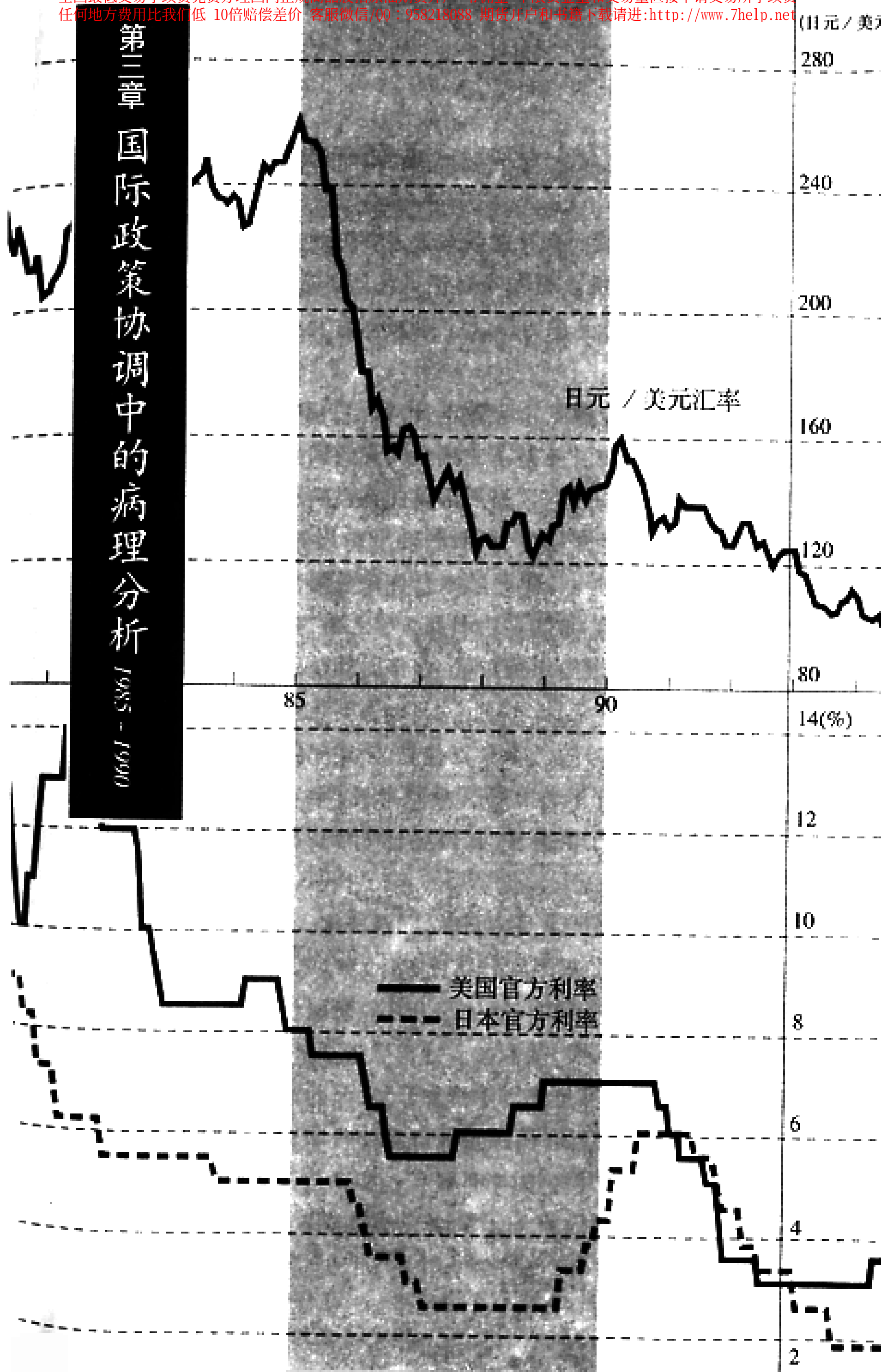
“日本快速的大债权国化孕育了极大的问题，这种状态究竟能在多大程度上为国际社会所接纳。纵观英国、美国的先例，核心的资本输出国同时还应该是世界货币国，在数十年中成为世界政治、军事的核心。在缺少这些条件的情况下，日本一味扩大对外资产，到底能否被国际社会接纳？如果有人批评日本固守‘利息无成本’，我看是不幸而言中。”

笔者在这篇论文中还曾假设，美国的异常的高利率政策，正是考虑了美元汇率风险的，这也被我言中了。不过，超出笔者预测的是，事态发展的迅雷不及掩耳之势。

“发达国家首脑会议”及其后的“国际政策协调”，究竟给日本经济带来了什么样的影响？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 国际政策协调中的病理分析 1985－1990



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贸易顺差的本来面目

也许日本的机构投资家是被日美间鲜明的利率效益深深吸引，也许是美国为吸引日本的资金而故做手脚使日本取联邦德国而代之。这似乎无需吉尔平教授的分析，事实更接近于后者。

进入80年代以后，日本资金大规模进军美国国债，由此形成的日美间的新的金融关系基本上成为贸易关系的另一面。外国民间持有的美国国债，1981～1985年净增加了620亿美元(美国商业部统计)。由于联邦德国已经抽身，可以说这一金额是来自日本的投资。同时，这期间日本的经常收支顺差，在5年里累计约达1200亿美元。就是说日本经常收支顺差的约半数，是以获取美国长期国债的形式稳定地还流到了美国。

这一时期的美国，靠着以日本为主的外国资金填补了经常收支的赤字，并将剩余部分用作了自己的海外投资。这一点我在第一章中已经提到，并使用了“帝国循环”这一说法。

然而，令人感兴趣的，是日本资金收支显示出的与此相符的态势。1984年，日本贸易收支顺差的扩大使得当年的经常收支顺差达到近350亿美元。可是长期资本收支方面的赤字，却总是高于经常收支的顺差(美国的对外投资额高于对日投资额的话，就形成资本收支赤字)。这意味着什么呢？在国际资本自由流动的机制下，经常收支的顺差就是对外投资的资金来源。可是日本加入到了美国的经常收支中，并且亲手筹集短期资金用于长期投资，采取了比提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“资金来源”更为积极的投资行动。

1984年底，日本的对外净资产为740亿美元，较1980年末增加了约600亿美元，与同期的经常收支累积顺差670亿美元规模相当。但是，这期间日本包括债务在内的总资产却增加了1800亿美元，这就不难看出债务是随之迅速增加的。这些总资产增加部分的构成为：以长期资产(1400亿美元)为主，与长期资产并存的长期债务仅增加了600亿美元多一点，其他为短期债务，其中金融资产的增加幅度最为突出，为500亿美元。

就是说，在日本这一超出自身实力的“转贷国家”中，扮演主角的不是人寿保险公司，而是银行。在这个数字的背后，是伴随日本民间银行国际化潮流的快速的银行分支机构网的扩张，日本的银行显示出了大量吸收美元存款的态势。

“短期借入、长期贷出”，效益就出自差额。一般地说，短期利率低一些，而长期利率由于伴随着更大的风险自然会高一些。这些，在日本国内原本是银行的稳定的日常业务内容。而同样是日本的银行，他们在美国等国家的行为却仅仅导致了他们对自己过度涉足美元世界的懊悔。

10年后的1995年，日本的银行在国际金融市场竟被冠以“日本·高息”之号，泡沫经济留下的遗产——不良债权带来的严重的信用紧缩，特别是日本的银行在被指责为“长、短倒挂”的资产、负债比例中，终于看清了自己过度依赖美元资金的弱点。

将短期储蓄资金用于长期贷款，的确是有利可图的。不过，假如三个月期短期储蓄存款到期时，已被用做长期贷款的资金要到六七年以后才能回来，因此日本的银行总是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疲于筹集短期的美元资金，即使利息多少高些也是出于无奈。欧美的金融机构恰恰抓住了这点。

在平成危机的最盛期，正是债权大国的大金融机构——日本的银行，竟要忍受着几许嘲讽听任如下说明。债务国有发展中国家巴西等。但是在 1984 年时，谁也想像不到日后要忍受如此评价。日本的银行被坚挺的美元和欧美各国的高利率所诱惑，只是一味地扩大交易份额。

80 年代前半期的日美贸易、金融关系，可以说是建立在不自然的居高不下的美元坚挺之上的。尽管货币经济是国际性的潮流，但仍应该说造成美元坚挺的是急风暴雨般涌进美国的日本资金。日本将自己贸易顺差产生的剩余资金注入到美国，美国则利用这些资金维持了市场繁荣和日本商品的进口，这些反过来又刺激了日本贸易顺差的膨胀。说得极端一些的话，日本用自己的钱买自己的产品，并把这种现象当成了贸易顺差。

不止一次的口头干预

下面，我要回顾一下 1985 年 9 月发达国家首脑会议(译注 19)以后的形势，但这一时期的情况一两句话很难说清。对日本而言，无论是贸易关系还是资本关系，都是一个使人切实认识到只有摆脱美元才能得到长期利益的过程。

1985 年 9 月，五个发达国家的财政部长在纽约广场饭店举行会议，为解决贸易不平衡问题就降低居高不下的美元汇率达成协议，并发表了名垂史册的声明。这个协议即著名的“广场协议”(译注 20)。

一般说来，美国对外经济政策决策当局的人们大致可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分为两大势力——通商派和重视资本市场派。前者代表美国产业界的利益，主张扩大出口；后者则重视金融资本市场，更多地关注外国资金向美国的流入。

里根政府自成立时起就将汇率放给了市场，允许美元的高汇率。这种背景保证了外资顺利流入美国，也说明重视资本市场派的态度在决策当局占上风。

但是这期间，美国产业界希望美元转低的呼声日益高涨，来自其代言人美国国会的压力最终搬动了里根政府。

事实上，美元居高不下导致的美国经常收支赤字的急剧扩大，使得无论什么样的重视资本市场派也无法坐视不管了。

80 年代初美国的世界最大对外净资产——“储蓄”到 1984 年已经不复存在。之后便是人们预测的每年超过 1000 亿美元的对外净债务的积累。美国成为世界最大的对外债务国已经是不争的事实。

当然，对这种由美元坚挺带来的国际收支和财政的双重赤字所预示的危险性，并不是没有人敲响警钟。但是里根政府面对美苏冷战局面，自然需要一时的经济繁荣，于是警钟之声也就没有上达到里根政府的中枢机关。至少“强大的美元”的信奉者、里根政府财政部长里甘是不会考虑 180 度地转变美国政策的。

转机出现了。1984 年 11 月，里根再次当选美国总统，也具备了改变政策的较好的环境。1985 年 2 月，里甘从政府财政部长调任总统首席助理，原总统首席助理詹姆斯·贝克(Jzeimz Baker)出任第二届里根政府财政部长。贝克寻找机会对美元汇率进行了协调性的入市干预。这无疑是对重视资本市场机制的前经济政策的否定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“广场协议”，也就是美国财长詹姆斯·贝克、日本财长竹下登、前联邦德国财长杰哈特·斯托登伯(Gerhard Stoltenberg)、法国财长皮埃尔·贝格伯(Pierre Beregovoy)、英国财长奈杰尔·劳森(Nigel Lawson)等五国财政部长及五国中央银行行长间达成一致的下调美元汇率的协议。这些被称为“货币交易团伙”的人们，一致将这一协议自诩为“美元的有秩序下调”的协议。事实确实如此吗？货币的管理与运作，目的并不在货币本身，货币政策充其量不过是手段。就“广场协议”而言，我们必须验证一下“非美元货币令人渴望的上升”的结果。

协调入市干预在汇率控制方面确实产生了效果。“广场协议”后各有关国家通过入市干预，使得美元汇率很快跌了下来。从协议前的 1 美元兑换 240 日元左右下跌到近 200 日元。这是急剧的下跌，整个过程不足三个月。拥有巨额经常收支赤字的那些国家的货币，终于弄清了因资本的流动而被高估了的部分。但是问题还在后面。以贝克部长为首的美国政策当局和弗莱德·巴古斯登(Fred Bergsten，美国国际经济研究所所长)为代表的“专家”们的再三的美元汇率口头下调干预，说明当时的汇率水平并不是终点。美元汇率下跌直到 1987 年 2 月七国财长会议后，1 美元达到兑换 150 日元水平时，才算告一段落。

这一阶段的日美经济关系中关于美元汇率的调整带来了什么呢？我们需要从实体经济即贸易问题与金融关系两个方面来探讨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳坐进口之安

这里人们应该问的第一个问题，当然是日美间的贸易不均衡是否得到了明显的改善。

就美国的立场而言该是否定的。美元对日元的汇率虽然大幅度地下跌了约40%，但在这个过程中，美国的贸易收支以美元计并未显示出令人满意的反应。

究其原因，已经有过各种各样的见解，笔者在此论及的仅为一已之见。

尽管五国财长会议明确了美元下跌的方向，但美国的贸易赤字仍继续扩大。1986年达1550亿美元，1987年则创造了1700亿美元的最高记录。

这是美国根深蒂固的进口增势，而不能说是出口不振造成的。被根深蒂固的进口增势所掩盖的、并不引人注目的是1987年下半年以后，美国的出口在数量上呈增势。这一增势是在1988年开始出现于贸易收支中的，这一年美国贸易收支赤字缩小到1370亿美元也是事实。美国1987、1988年的出口增加甚至被称为出口小高潮。其特点第一是中小企业主导地位型，第二就是美元贬值带来的出口价格效应。

所谓中小企业主导型，如同这一提法并非广为人知一样，正是那些个人经营的中小企业的不起眼的小宗出口汇成了引人注目的潮流。这些中小企业善于捕捉时机并且行动敏捷，出口积少成多时便也成了气候。同时，这些中小企业群体还是美国商业部周到的出口鼓励政策扶持的对象。

因此，美国中小企业形成的出口对那些开展跨国业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大公司的出口所发挥的拉动作用是毫无疑问的。这在某种意义上被说成理所当然。跨国公司在其跨国境的经营网络中竭力寻求最佳方式、追求最佳效益，使人们长久以来几乎丧失了关心美国本土生产的出口商品的动因。例如“汽车零件”一项，根据相关统计，美国汽车及零部件贸易赤字1988年创600亿美元记录，而其中60亿美元是美国厂家在日本进口的整车上标上自己的商标、作为美国车出售而获得的。

就是说，在出口行为上，美国企业可大致分为两种。而只要在出口行为中中小企业仍占主体，上面所说的出口小高潮，就只能是势单力薄的。

其次应该指出的是，关于美元贬值给价格竞争力带来直接好处的部分。就一般工业品而言，使用纸浆、一次性金属、化学品、纺织品、橡胶等非耐久性“工业用原材料”进行简单加工的生产企业，在增加出口中发挥的拉动作用十分引人注目。

1988年底的调查表明，美国全制造业设备开工率平均为85%，在这一较高的平均水平当中，上述一般工业品生产企业的设备开工率已经达到90%，几乎是满负荷运转。当然高开工率也就全面带动了出口的增加。

而这些企业的出口增势在1989年以后的美国贸易收支中开始呈下降趋势，说明美元贬值带来的出口效应告一段落。同时也可以看出，进口动态直接影响着美国贸易收支的月统计数字，赤字或缩小、或扩大，周而复始。

于是，“广场协议”以后美国的“进口”仍有增无减，上述情况便是其重要根源，而美国市场对汇率变化当然也就表现不出应有的反应。这一性质很成问题。下面笔者将就此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题，主要通过日本企业的所作所为展开分析。

克尔古曼的理论

前一章中笔者曾根据学院式的理论提到过，当贸易收支出现不均衡时，应该通过外汇汇率的自由变动在市场机制下进行调整。

为什么日元大幅度升值并没有明显地推动美国的出口，同时日本对美国的出口竟毫无下降趋势？对于这个看上去不够合理的现象，经分析，我要说明的是，这可以说是国际经济学的重要课题。对此，美国国内也是有过形形色色的议论的。其中，颇为引人注目的尝试之一，是1987年"卢浮宫协议"(译注21)后，美元的急剧贬值告一段落时，麻省理工学院教授保罗·克尔古曼(Paul Krugmon)等人展开的"贸易当中的过程效应"假定说的研究。

"Hysteresis"常被翻译为"过程效应"。它原本是物理学用语，特指障碍被消除后，其对象仍无法恢复以往平衡状态的现象。

80年代前半期，在美元坚挺的情况下，美国从日本的进口急剧增加，成为美国贸易收支赤字扩大的主要原因。克尔古曼假设理论将这种现象解释为，日元增值仍不能使美国减少贸易收支赤字，具体说就是消费者已十分适应了以往美元坚挺时期非常廉价的日本商品，并不打算与之告别，同时赢得了过高利润的日本对美出口企业把美国消费者的如此心理当做"缓冲装置"，并不准备采取撤离美国市场的合理行动。他们仗着在美国市场积蓄的实力，决计继续闯市场拼体力，维持销售，等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入90年代，克尔古曼与威廉·科林(William Cline，美国国际经济研究所主任研究员)等人合作，在他的假设理论的基础上，提出了关于汇率与国际收支调整的所谓“马萨诸塞道路模式”(MA模式，译注22)。

MA模式认为，汇率并非不能调整贸易收支，只不过现实中的日美贸易收支，由于美元坚挺时期的“扭曲状态”还有残存，所以汇率调整收到效果需要时间。他们甚至非常具体地估算出了所需要的“时间”约为2年。

MA模式虽然在理论上还很粗糙，但由于它具有相当的“可操作性”，所以往往可对政策当局发挥强大的影响力。当克尔古曼主张“美国若要收复已经失去的市场，仅使美元恢复到本来的水平是不够的，还需要一段定值过低(即过度的美元贬值)的时间予以填补”，想必是下决心设想出了利用美元贬值的出口攻势战略。这一设想是为了美国的利益，事实上是想继续自由自在地操纵世界货币美元。美国手里的这张“日元坚挺牌”传到了不久后诞生的克林顿政府手里，并为左右日本发挥了预想不到的效果。

不见行动的美国产业

克尔古曼在“过程效应”理论的观点中，为说明贸易收支在美元贬值后仍无明显起色的原因，分析了日本企业和美国消费者的行为模式。但是我们惊异地发现美国的企业竟然不在他的分析对象之列。

不过，美国的慢性贸易赤字，应该说是与美国企业跨国经营、企业所需资金须向美国以外的市场筹集，使得企业的生产经营实质上完全转移到美国以外的国家，以及美国产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品难以抵挡进口商品的攻击而从市场上全面撤退等各种各样的因素相关的。结果无疑是导致了美国国内生产基础的萎缩。汇率的激烈动荡即便给美国企业带来有利的竞争条件,但回国重起炉灶谈何容易。那么,是否应该考虑美国企业本身也存在着克尔古曼所说的"过程效应"的某些类似特征呢?

笔者曾经预测,"广场协议"后日元的升值并不会给美国的贸易收支带来预期的效果,还曾强调过美国产业结构的"不可逆转性"(《转变过程中的美国经济与日本》,《世界经济评论》1986年4月号)。尽管美元汇率转强为弱,但以往美元坚挺条件下已经形成的美国的产供销体系却不可能轻易逆转了。若将这一点展开来看的话,我们可以看到,美国国内生产基础萎缩(甚至是消亡)后企业重开国内生产的几点主要障碍:

形成萎缩条件的未来的不确定性;

所需的人力、资金资源能否确保;

必需的技术水平能否保持。

(1)未来的不确定性问题。具体说就是企业家们担心"现在美元是在贬值,将来说不定什么时候还会升值"。美国企业一般对扩大生产能力的投资比较谨慎,他们说"80年代初的美元升值使自己吃尽苦头",这种心理成为"将来不确定性"情绪的主要原因。一般情况下,企业家从作出投资决策到真正形成生产能力,至少需要两三年时间,而两三年后的汇率走势却无法预测。事实的确如此,在自由汇率体制下,汇率时时刻刻发生着变化,投资行为的中期可行性的形成过程也就与投资家的测算产生了很大差距。

(2)人力、资金资源问题。一般地说,制造业若要恢复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经中断了的生产，那么生产所需要的训练有素的员工和必需的设备资金，就不能允许企业预测的收益在短期内发生不测。企业对所需的这种经营环境的疑虑形成企业家难以打回美国的主要心理障碍。

(3)重开已经中止了的生产却难以保持以往的技术水平问题。这一点十分重要，而且愈是那些技术更新很快的企业愈是会出现问题。例如集成电路等尖端技术商品，每四年其集成度就会提高四倍。因此，一旦停止生产，四年后又要恢复生产的话，只能利用四年前的技术水平生产出“落后一代的产品”，其市场竞争力是令人担忧的。而若要在企业停产后仍然保持相应的技术开发水平，就需要对恢复生产有明确的预期，否则所需费用是企业难以承受的。

这种“不可逆转性”的论点，我们不妨对照美国经济生活中的现实，即企业在自由汇率体制下对扩大再生产表现出的极为迟钝的态度，根据各企业实际情况进行验证。

“不可逆转性”的论点将生产、投资、研究开发作为焦点，因此最符合这一论点条件的、最具有典型意义的是组装加工行业和资本密集型企业。事实上，“广场协议”后美元虽转为跌势，但在美国进口的根系仍然茂盛的情况下，资本的聚集达到登峰造极的程度。当然，这种现象伴随着日本企业对美国的直接投资，美国制造业进口日本设备的增加，还可能是由于美国机械制造行业为产品标价过高等，也许还有许多其他原因，但“不可逆转性”论点所要强调的基本上就是上述各点的有效性。

笔者曾以美国的产业群为对象，就“不可逆转性”论点对分属七个不同行业的企业的进出口变化进行过追踪调查，直到1989年，从而测定出了调整汇率的效果(《美国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产业战略》,东洋经济新闻社出版)。

这里,我仅对通过调查结果分析出的结论作一交代。粗略计算,美国包括农产品在内的各项进出口商品中,分别只有40%对美元贬值作出过反应。就是说,通过上述分析可以看出,贸易收支中能够利用汇率手段进行修正的范围,并不像学院式的"教科书"想像的那样全面。

同时,由于"不可逆转性"论点被用于不同的行业,所以某个特定时期中(这里指80年代中期)在美国企业中发挥汇率调节作用的行业也在某种程度上被特定。那么针对美国的药方,也就不应该是古典的对外贸易理论或者克尔古曼的"MA模式"派生出来的"日元全面升值战略"。

日本产业潜在的疲惫

这里,我急于强调一点。

以上论述中进出口的统计数字都是以美元计算的,这样的统计结果并不意味着"广场协议"后美国贸易收支未能改善的原因在于日本的出口企业,它们所发挥的不利于美国的作用是微乎其微的。

当日本的对美贸易基本上是以美元结算时,如果美元汇价下跌40%的话,日本的出口企业为回避美元贬值造成的出口价格的上升,首先想到的对策只能是切实保证自己的美元收入能及时兑换为日元。美元贬值造成日本出口商品价格的上升,必然导致企业收入的减少,而日本企业又能承受多少呢?当时日本的出口企业考虑过许多对策,包括企业的整顿和重组。好在80年代后半期,整个日本经济是处于泡沫的滋润之中的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅看贸易收支的总体数字，似乎日本的出口企业是平安无事地度过了日元升值的惊涛骇浪，而日本的制造业在克服日元升值的困难时却实实在在地消耗了体力。1990年，日本经济中的泡沫终于破灭，加上日元再次走强，致使日本的生产部门所蒙受的损失全面地表面化。这一发展过程，进入90年代后，形成了更加长期的贸易结构的变化。这些我们将在下一章深入探讨。

庞大的汇率差损失

以上，笔者就“广场协议”给日美贸易带来的影响作了比较详细的分析。贸易收支的平衡曾是“广场协议”的中心议题，所以，“广场协议”以来，它总是有各种机会成为议论的焦点。但对于第二位的课题——金融问题，较之人们对“广场协议”深远影响的关注，却少见深入的研究。在日本，政府和民间均回避日美间的金融问题，而只是一味地议论加工制造业的日元升值对策，不能不令人感到这似乎是个忌讳。

80年代前半期，日美两国选择了一种十分奇妙的相互依存的关系，这在“广场协议”以后金融领域的发展过程中愈加明显。这表明，美国扭转贸易收支不平衡的措施固然失败，但比这失败更严重的问题已经逼近日本。

就美国来说，美元虽已变升值为大幅度贬值，但并未能真正压缩贸易收支的赤字。这无疑是一大失算。尽管美国政府某种程度上预测到了美国产业的“不可逆转性”，但是有关汇率和整个贸易收支时间差的制约等所谓“过程效应”理论，不过是马后炮。无法想像里根政府对此有过思想准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备。否则，里根政府恐怕早就采取了措施，或是谋求美元贬值，或是强行限制进口。待到对外债务国家化问题大事临头，美国仍然笃信“本本主义”贸易政策决策的人们的所有努力，均为时晚矣。

然而，美元的跌幅大大超出了预料，这给日本造成了更为严重的损失。

自80年代初起，受日美之间利率差和美元升值强势的驱动，巨额日本资金流入美国，而日元飙升、美元狂泻，使得日本人的美元资产价值骤然减少了40%。大量购买了美国国债的日本人寿保险公司以及那些在日本证券公司的循循善诱下购买了美国国债的日本个人投资家们，均深深陷入了巨额的汇率损失中。美元的暴跌简直就是瞄准着日本积累起的美元债而来的。

以上，我们较为详尽地探讨了“广场协议”给贸易收支带来的影响，

定值过高的美元给日本带来了巨额贸易收支的顺差，使得日本经常收支的顺差迅速膨胀，而一旦美元贬值，自然要致使日本蒙受巨额的汇率差损。1981～1985年日本经常收支的顺差约为1200亿美元，可以说其中约有一半来自日本资金对美国的还流。“广场协议”带给日本对外净资产的汇率差损，约达3.5万亿日元(参见第120页图)。这些差损不仅来自人寿保险公司等机构投资家和个人投资家，日本的出口企业在美元升值时代也将自己在出口中获取的美元投资于美元债券，而这些债券到期偿还时，他们得到的支付却比购买时的计算减少了60%。

日本终于开始在企业的决算中使用独特的“15%记账法”，就是说在决算中记入15%的汇率差损。可是当汇率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差损高达40%时，即便宽限到15%也是不好蒙混过关的。日本的美元资产的价值随着美元的贬值下跌，而那之后的日本对美直接投资更面临了进一步加速的美元贬值，导致日本美元资产价值的进一步下跌。长此以往形成了强大的通货紧缩压力，苦苦折磨着日本经济。

造成这一严重后果的原因正在于日本对美国的巨额投资，如同对美国的贸易一样，是"以美元结算"的。当日本的投资金额积累到一定程度时却遭遇了美元的大幅度贬值，虽然应该说是汇率差损带来的后果，但说它是一个令人震惊的、并不复杂的事实更为贴切。

大规模的资本流入他国，并以流入国的货币结算，首先这是史无前例的，而且在现代国际社会的常识中也是绝无仅有。历史上，我们在第一章中提到过的大英帝国时代的被投资国的例子值得一看。在现代的国际经济生活中，还可以与同样大规模进行着资本输入的中南美各国相比较。这些中南美国家的资本输入均无法以墨西哥比索等本国货币操作，而原则上都要以债权国货币即美元来运作。让我们看一看墨西哥。当这个国家的国际收支恶化，比索贬值时，它的美元债务的还本付息自然就会增加。这不仅会给墨西哥经济带来强大的通货紧缩压力，还会迫使墨西哥政府为防止资本逃离、保护本国货币而采取大幅度提高国内利率的措施。于是，高利率导致经济恶化、招致资金流向债券市场而造成股市暴跌。万一通货紧缩得不到有效制止，这个国家的经济当然会不可避免地发生危机。

相比之下，以本国货币输入了大量日本资本的美国情况又如何呢?

第一次世界大战后，英国认为应该维护英镑的世界货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币地位，于是致力于以旧平价恢复黄金储备制，这是为了使英镑的贬值不致影响到英国的对外英镑债权的价值。而现在的美国所处的位置恰与当年的英国相反，是本国货币的债务国，他们通过美元贬值减少了所有美元债务的价值，使自己一身轻松。

从美国债务的购买者日本投资家的角度看，美元的贬值无异于让他们把一半的债务拱手无偿地送给了美国。"广场协议"的结果，对于借钱的一方而言，如同是天上掉馅饼一般。

美国在汇率市场上采取诱导美元贬值的手段，在存量上使日本持有的美元资产大幅度减少。他们在实物经济方面获益之处(我将在下一章详细论及)，是大大增强了美国出口企业的国际竞争力。真应该说这是世界货币美元上演的魔术。

针对这样的魔术，非美元货币国除最大限度地使用本国货币建立对外经济关系外，别无其他良策。而"尼克松冲击"以后，包括日本在内的各发达国家是以什么样的态度面对美元的呢？他们的政策决策值得发问。

日本对美投资不辍之谜

"广场协议"签定时，日本政府预测，即便是协议签定后美元走弱，按 80 年代当时的水平，日元对美元的汇价也不会低于 200 日元上下。据说在广场会议上，当时的日本财长竹下登表示日本愿意协助美国采取入市干预的手段压低美元汇价，甚至说"贬值 20％OK"，并恃此在表态不积极的联邦德国财长前不无得意，结果只能说日本过于"幼稚"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些金融界人士认为，日本投资家在“广场协议”以前购买的美国国债可以承受美元贬值到1美元比200日元水平，事实上笔者也的确没少看到日本的金融界人士根据这种计算接待顾客。

可是当他们目睹美元对日元的比价骤然下跌到150日元以下时，终于手足无措了。而当日本的机构投资家们领教到美元的动荡时，总该停止对美国的资金还流了吧！

美国的重视资本市场的政策制定者们担心的也正是这一点。他们无法肯定美元贬值后资金是否还能一如既往地流向美国……

可是现在回过头看，日本当时的经济行为却是至今也难以解释的。日本机构投资家购买美国国债的行为在“广场协议”后竟然规模加大、愈演愈烈。

首先，1986年美元开始大幅度贬值时，日本资金对美元债券投资却超过了上一年。1987年，在那次被称为“黑色星期一”(译注23)的纽约股市暴跌中，受其余波影响，美元对日元的汇价下降到了120日元，终于使得日本资金的对美还流出现短时间的减少。但到了1988、1989年时还流规模很快便恢复如初。这些又该如何解释呢？

连彼得·德拉克对这种现象也感到大惑不解。他写道：“1985年秋下调了美元对日元的汇价后的资本与投资的流向”是出乎意料的，“美国的主要债权国(对美贸易顺差国)……尽管看到自己庞大的美元资产的价值已减少了一半，却仍然继续将资金投向美国。他们购买美国国债，支撑了美国的财政赤字”(摘自《新现实》)。不过仅仅把这种现象称为“现实”是远远不够的。为什么会产生这种现实？为使日本投资家不致再次陷入错误的举动，把事情解释清楚是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很有必要的。

是什么原因使日本资金在“广场协议”后仍继续收购美国国债，以往听到过的分析可以作如下归纳。

协调降息

其一。首先在表面上是以“协调国际政策”为由（译注24）在美国与日本、前联邦德国之间进行利率调整的。

美、日、德三国同时下调利率。这种下调官方利率的做法，在美国是为了减轻与自己有紧密关系的中南美巨额债务国的债务负担，同时也有益于解决美国自身经济不景气的一面。无论怎样说，采取上述措施都是出自美国一方的利益。

对美国而言，为了减少国际收支和财政收支的双重赤字，输入海外资金是必不可少的。在对外净债务的累积和美元贬值的情况下，日本等的对美资本投资定将伴随风险。在这种条件下，国内外利率差的缩小等也就会令人始料不及。于是，在美国财政部长贝克主持下，实施了将美国利率保持在相对高的水平上的三国协调降息。

据美国国际经济研究所兰德尔·亨尼格（Randall Hennivg）说，1986年2月，围绕金融政策在美联储中曾发生过一场“宫廷政变”。里根政府新任命的两位地方联邦储备银行行长，为了给萎靡不振的地方经济找到启动杠杆的支点而强烈主张下调官方利率。对此美联储主席沃尔克表示反对，他认为下调官方利率也许会引发美元进一步的贬值。但美联储不顾沃尔克主席的反对，仍然通过了下调利率的决议。沃尔克顶着辞职的压力坚持已见，最终双方达成妥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

协，下调利率推迟一天实施，并请沃尔克利用这一天时间同日本、联邦德国协商调整利率。沃尔克立即提请德意志联邦银行（译注25）和日本银行下调官方利率，美联储终于得以实施下调利率案。

严格维护与美国间的利率差的协调，忠实满足下调利率的“国际”要求的，莫过于日本。日本官方利率如同美国利率下调的影子，紧接着就降了下来。进入1987年以后，美国的利率下降到了2.5%的超低水平（见本章题图）。

代表着一个时代的“国际政策协调”，那之后成为首脑会议的课题，其目的无非是防止“美元的悲惨暴跌”（萨塞·斯特〈Susan Strange〉，《赌博资本主义》日译本，岩波书店出版），给资金流入发放补贴。

美国所吸收的外资中，资金供给方是日本和联邦德国（主要是日本），而希望引进资金的是美国。

如上所述，19世纪末的美国，为引进大量的英国资本而制定了高于英国国内水平的利率。为使国际间的资金流动得以成立，通常采取的做法是，资金输入方采取相应措施以根据资金输出方的情况进行自我调整。可是百年后的今天，为什么却出现了必须优先考虑资金输入方美国的降息要求的现象？这样一来，日本、联邦德国两国除去实施超低利率政策别无出路。

在日本，实施下调利率的政策需要理由。首先，可说是美国方面敦促日本协调政策。其次，恐怕应该说，“广场协议”带来的急速的日元升值给日本经济造成了很大麻烦，下调利率是对策之一。不过，若说这是国内经济对策与美国敦促的巧合，未免在时间上显得太长了。从日本实际经济状况看，日元升值给国内经济造成冲击仅发生在1986年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987年日本经济增长率很快便恢复到了“广场协议”以前的5%，根本不应该成为一直实施到1989年5月的2.5%的超低利率政策的理由。

期待反弹

其二。那么是否可以断定，日本、联邦德国将本国利率调整到低于美国利率水平，并因此导致他们在“广场协议”后仍继续购买美国债券呢？这里，我们需要站住脚步好好想一想。

经过上述“国际政策协调”，日美间的长期利率差保持在3%的情况下，美国国债对于日本的机构投资家是有足够的吸引力的，可以说继续投资于美国国债是投资家合理的经营行为。利率差可以是资金流动的基本诱因，但1986年以后的利率差较1980年前后缩小了许多，无论美元处于何种水平，这种小幅度的利率差都会失去任何意义，这一点却是日本的投资家们于当时刚刚体会到的。这样一来，日本资金该如何评价美元的问题也就浮出了水面。

首先“广场协议”以后，美元的确出现暴跌，有人假设说日本的机构投资家曾判断当时的美元汇价已经跌到“谷底”。如果将“卢浮宫协议”时的美元行情判断为“谷底”水平的话，那之后的美元债券投资收益就应该是有保证的，加上那之前美元走强时的投资部分，是可以产生平均买入价降低的效果的。

当时，马廷·非尔德修塔因（原美国总统经济咨询委员会主席）在纽约日本人社会的演讲中说：“当日本资金继续流入美国时，我们不妨将美元处于过低状态下来设定一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场承受力的'底限'"。笔者对此至今记忆犹新。美国的政策当局对汇率市场自由化以默认为前提进行讨论,这一事实我们从非尔德修塔因上面的谈话中不是可以准确地捕捉到吗?日元与美元的关系形成了日本产业界开展事业的基本要素,而这一要素又完全根据美国的意愿发生变化,笔者不得不因此为日本担心。

前面曾经提到过的克尔古曼"MA 模式"的政策含义,最终也归结到了"服务于贸易收支平衡的汇率市场操作",他希望破解一个大问题——既然资本是根据"MA 模式"流动的,那么为什么在 80 年代后半期,美国吸引外国资本却没有受到下调利率政策的影响。答案竟然与贸易领域同类问题的答案相同。对于某一个时间段的美元利率的充分下调,可以展开以下推论:

财政紧缩金融扩张的国家(指美国),一般通过降低国内利率,造成货币贬值达到压缩经常收支赤字的目的。而在短期内,为了维持 J 曲线效果,这个国家的经常收支赤字实际上是会扩大的。在这种情况下如果外国投资家无意继续为这个国家填补赤字的话,这个国家的货币比价就会不可救药地继续下跌。

当这个国家处于低利率状况时,又该如何吸引外资呢?答案就是在于货币贬值。如果货币汇价下降到仅够维持经常收支平衡的极低水平,投资家就会产生一种心理,认为这个低水平早晚是要反弹的。而外国投资家往往更会认为,正是由于货币(指美元资产)处于低水平才应该买入,这样就能够在将来反弹时大收汇率差之益,基于此种预测他们才将资本源源送往美国。这样的资本输入是能够制止货币(美元)汇价继续下跌,并可以用于政策实施(经常收支达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平衡)过程中的赤字对策……

诱导式的行政指导

或许可以说,一般情况下当美元定值“过低”时,外国资金就会买入以待反弹。可是“广场协议”后,美元以不可遏制之势持续下滑,加上1987年的号称“黑色星期一”的纽约股市暴跌,美元对日元的比价一段时间内曾跌到120日元。这种情况下也就很难将日本机构投资家的投资目的,仍看作是对将来美元大幅度升值时的汇率差收益的预期。

那么到底是什么动力驱使他们购买美元呢?人们往往通过非常精巧周密的数学公式计算国际资本的流动,而日本资金执著地购买美国国债,这对于德拉克也是一个“谜”,这之中我们意外地发现了两个动因。

其中之一,是极具日本特色的政、财、官关系。

这在今天已经无需多说。日本大藏省与金融界的独特关系是,在政府“护送船队方式”的政策保护下,日本的银行、证券公司、人寿保险公司等机构投资家们可以经常从大藏省得到诱导式的行政指导。据说80年代后半期,每当美国长期国债即将招标时,机构投资家们都会接到大藏省有关官员打来的电话。表面上,他们是了解日本机构投资家们认购美国国债的行动或意向,但这些官员们肯定还会顺便告之其他公司购买美国国债的情况。这样一来日本的机构投资家们自然不会保持沉默,很多日本资金的运作者抱怨说他们是不得不采取迎合当局意图的行动的。

就有人寿保险公司加盟的“金融村”而言,大藏省本身一句“了解情况”就能够代表一切的言行,足以对大部分的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“村民”形成巨大压力。这才是驱使日本机构投资家采取不合理的投资美国国债行动的原因。对当时情况多少有一点了解的有关人员,都无法否定这个事实。

当时,大藏省为了支撑美元不惜付出一切努力。

曾有过这样一个插曲。

那是 1988 年 3 月的事,决定里根政府是否转换为布什政府,共和党政权能否继续执政的美国总统选举前夕,美国债券市场纷纷扬扬地传出,日本正当财政年度之尾,那里的机构投资家们也许会抛出手中的美元债券。于是大藏省为了稳定动荡不安的债券市场,要求人寿保险公司发表声明:“就是 4 月以后也不打算抛出美元债券”。之后,当局看到这样的“承诺”并未得到市场的信任,于是又由大藏省有关官员出面亲自游说市场,强调保险公司声明的背后有大藏省意图。日本中央银行也不甘落后,声称“日本拥有外汇储备的 90%是使用美元运作的”,为稳定市场不遗余力。顺便提一句,日本外汇储备的 90%可与加拿大的美元运作量相匹敌。

当时,美国金融市场上甚至可以听到“MOF(日本大藏省英文缩写)如同布什竞选的事务所”的声音。日本政府认为共和党将比民主党更有利于日本,积极支持布什政府的诞生。因此,明确地表示不允许华尔街出现些许动荡。

泡沫成为缓冲

可是,尽管大藏省积极努力,问题却仍然存在。无论日本金融当局怎样暗示、诱导日本投资家继续购买美国国债,从经济效益角度看它的风险都是太高了。而日本投资家之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以没有放弃购买，必定是有了什么心理上的缓冲装置。事实上扮演了这种缓冲角色的，也是日本投资家继续购买美国国债的第二个动因，正是持续到80年代末的泡沫经济的虚假繁荣。

如前面提及的，“广场协议”后美国与前联邦德国、日本协调降息，使得日本的官方利率低于美国，日本并于1987年2月独自实施降息。或许这就是日本为了那个制止美元汇率下滑的“卢浮宫协议”付出的代价。在这种局面下诞生的2.5%的超低利率，一直持续到1989年5月，前后历时两年零三个月。

持续如此长久的低利率政策，加之日本中央银行为控制日元升值实施市场介入，买入美元卖出日元，最终导致日本货币供给过剩。而过剩的货币又被吸引到了房地产市场和股票市场，日积月累终于形成伴随着严重通货膨胀的泡沫经济。

对于长期实行低利率政策的失败，日本政府方面也不得不公开承认（见大藏省财政研究所“报告书”，或当时的大藏大臣宫泽喜一于1998年第143次临时国会发表的“陈谢书”）。但是，对于上述长期低利率政策是日美协调的产物一事，日本政府却是绝不会公开表示承认的。

这里我想提起讨论的问题是，泡沫经济是如何继续“贡献”于日本投资家的对美债券投资的。

80年代中期，特别是日本在1987年以后的金融环境下出现的泡沫经济，给日本的经济留下了严重的后遗症，相反却给美国带来了巨大利益。民间投资家购买美国国债的现象，一般情况下是不可能出现的，只有在泡沫经济的背景下这种现象才有可能继续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有讽刺意味的是，日本的低利率政策的目的原本是使本国的对美投资得以继续，并以此维持“国内外利率差”。日本的机构投资家一边蒙受着巨额汇率差损失，一边继续购买美国国债，这一事实，看上去似乎是“国际政策协调”奏效，然而造成这个现象的，与其说是利率差，不如说是低利率政策带来的股价、地价的暴涨和庞大的泡沫效益。这就是日本机构投资家与汇率差损之间的潜在的缓冲装置。

金融法人在1987年以后的三年间持有的股票等的估价为205万亿(以国民收入计)。按当时的汇率换算，可达15000亿美元。正是有了这种泡沫效益，日本政府大藏省才得以加大了对金融界，其中包括那些并不十分情愿的机构投资家的压力，使其投资于美国国债。

1988年7月，日本从事国际业务的银行制定了一项规则，到1993年达到国际清算银行(译注26)规定(后面还将详细涉及)的国际标准。根据这一规定，银行不得不考虑自有资本在总资产规模中的构成比例，所幸的是国际清算银行的规定并未直接涉及人寿保险公司。制定这种规则是出于他们规模宏大的“全盘考虑”——多少有一点汇率差损是完全可以从泡沫效益中得到补偿的。

其实，日本的人寿保险业的公司形态尚处于无缘于财务开示制度的、前现代化的“相互保险”发展水平，不妨说大藏省恰恰利用了这一点。

同时，也是理所当然的，美国方面静悄悄地观察着日本的泡沫效益对于美国究竟具有什么样的重要性。例如曾经提出美国经济软着陆可行性理论的杰弗里·萨茨(Geoffrey Sachs，哈佛大学教授)等人便是其中的观察者。就是说，如将当时日本的金融机构拥有的泡沫效益估价为15000亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，就可以为美国的财政赤字利用10年。也正是由于有了这些泡沫效益垫底，日本的机构投资家们才继续投资于美国国债。而美国则在这其间减少了双重赤字，实现了经济的软着陆。粗略概括，便描绘出了上面的发展轨迹，美元的大幅度贬值本来已使美国国债不再具备有效的有价证券投资对象的价值，而恰恰日本在这时发生了泡沫经济，其早晚会缩水的泡沫效益竟将美国国债支撑到了最后一刻。

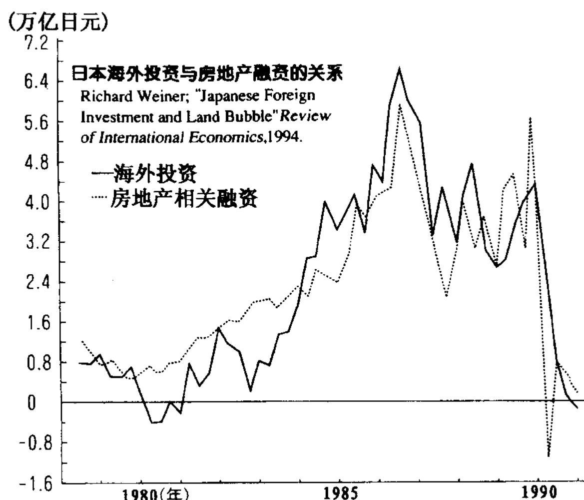
而且，到底是什么样的运营体系在80年代日本资金执著不懈地购买美国国债的行为中发挥着作用？关于这一点在国内外还没有看到什么令人信服的理论，惟有理查德·维纳(Richard Werner，美国怡富证券公司 Jardine Fleming Secured 研究员)曾力图证实日本泡沫经济为美国发挥了巨大作用。他的论点引人注目。

他试图论证日本的海外投资(指证券、股票等的间接投资和直接投资的总和，他认为两者是交替进行的)80年代急剧膨胀，而进入90年代后又骤然减少的原因。结果他在说明日本这期间对外投资动向形成因素时，将房地产金融增长的统计分析分离了出来。

他的分析表明，所有这些房地产融资大部分带有投机性质，由此形成的“过剩的”货币供给自然流向了日本国内外的资本投资(见下图)。

而笔者在分析泡沫效益时，比起土地更重视股票的效益水分。因为股票的泡沫效益成为日本对美国国债投资中产生的汇率差损失的缓冲器，特别是大藏省在强制日本机构投资家投资美国国债时发挥了有力的作用，这是我所作的更加实事求是的解释，至少可以说归纳的结论比我在前面提到的德拉克的表面观察更加接近事实一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



无论怎样，体现在美国国债收益中的两国利率差和汇率的预测变动率等，是根本无法根据标准的教科书式的"成因事项"解释日本80年代后半期到90年代以后的日本海外投资行为的。这一点非常重要。日本对美元债券的投资大大超越了有价证券投资的合理范围这一事实，便是无可争辩的明证。

华尔街保卫战

在泡沫经济的特殊背景下进行的"政策协调"究竟包括什么内容呢？日本80年代后半期的对美投资与80年代前半期相比较，性质截然不同。前者以对美资金供给为"国策"，以民间资金相辅助为特点；后者以资产的最佳运作为目的。"广场协议"形成的日本对美资金流动的壁垒(指过度的美元贬值)，已经不可能从经济角度去克服、解决问题。目前情况下需要运用日美两国的政治力学。这才是日美两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国围绕利率调整进行的政策协调的本来面目。

日本的政策当局究竟考虑了些什么呢？“广场协议”后，他们动员了民间资金进入美国国债的投资市场，笔者不敢说这些人当时是否意识到这种投资应该继续到何种地步，只能说这可是相当大胆而且重要的决策。因为对日本而言，一旦涉足，那么只要美国的经常收支赤字状态不结束，日本就只能继续走下去，否则就有引发美元暴跌的危险。而美元一旦暴跌，已经投资进去的、转变成了美元的日本资产还要进一步大幅贬值。为了防止发生不测，不断地投资于美元债券就成了日本惟一的选择。同根相生，日本已逃脱不了受制于美元的命运。这就是站在日本角度上看到的“买入美元”剧中第二幕的基本结构。

国际政治尚且另当别论，经济活动中应有的根据不同的判断、立足本国利益的做法，在此已被完全扼杀了。投资家希望将持有的美元债券转换为日元是理所当然的，而在80年代前半期美元极为异常地走强时，尽早采取分散国际投资(买入马克、法郎等)等降温措施的努力在日本却不见迹象。

当1987年10月19日纽约股市大崩盘即所谓的“黑色星期一”袭来时，日本政策当局的上述立足点，终于暴露无遗。

“黑色星期一”到来时，道·琼斯工业平均指数一天下跌了约500点，跌幅高达20%，冲击波立即殃及到全世界。于是出现了一个无法回避的事实，就是在那个过程中，一种应称其为“华尔街标准”的原则竟然已经扎根于日本的金融政策。

“黑色星期一”到底是什么？当我们经过90年代股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

攀高的过程后再去回顾时，感到十几年前的事件已经成为历史事实了。而当时，不少人担心它会如1929年10月的“黑色星期四”一样，成为引发世界大危机的导火索。

1929年的美国是一个拥有多年积累的经常收支顺差的债权国，一个以国际收支顺差为资金源泉的、本来意义上的对外资金供给国。因此，纽约股市的狂泻导致美国从德国等国撤回资金，事实上成为引发世界性经济危机的导火索。与之相比，1987年的美国则是积累了大量的经常收支的赤字，需要不断地从国外引进资金。而如果引进国外资金得不到保证时，也就通过“黑色星期一”的爆发，显露出了美国的金融、证券市场潜在的不稳定因素。正是由于美元的不稳定，各国政府才绞尽脑汁以免受其危害。

然而，日本的政策当局却并非如此认识。他们甚至认为，正是出于美元的动荡，才有必要保持华尔街的稳定，这是遵循国际政策协调精神的“债权国日本的责任”。这种认识方法不仅针对当时的经济状况，发展到今日它已经是根深蒂固。

“黑色星期一”表面上标志着始于“广场协议”的国际政策协调的破绽，而积极扮演修复角色的正是日本。

在此，请允许我以下述事实说明政策协调的破绽。

进入1987年以后，艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)取代保罗·沃尔克就任美联储主席。当年9月在他的主持下，美国的官方利率上调了5.5%～6%。

据兰德尔·亨尼格说，当时美国财政部长贝克曾建议格林斯潘，应该事先与日本银行和德意志联邦银行达成协议，确保日德两国不要随后也上调利率。但格林斯潘主席没有采纳他的建议。于是，当联邦德国稍作上调利率调整时，贝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克便以有违国际政策协调为由给予了严厉批评,并表示,这样是无法确保(如“卢浮宫协议”确定的那样)美元的稳定的。这就搅乱了以“协调”为前提的美国证券市场的稳定。现货和期货两市场间开始恶性循环,股票市场上一派“竞相抛出”的景象,终于引发了10月9日的股市崩盘。

面对华尔街的崩溃,日本的金融政策当局决心“死守”,并实施了两大措施。第一,以提升日本证券市场行情使其反弹为应急措施。为此,大藏省向日本四大证券公司表达了希望他们立即出面大规模买进股票的“意向”。凑巧的是,“黑色星期一”的第二天是大藏省有关人员与四大证券公司代表举行每月例行的星期二午餐会的日子,想必四大证券的代表在极为微妙的交谈中把握了大藏省(政府)的意向,并迅速出动,在股市实施大规模的买进。关于当时的情形,一位英国的评论家作过详细的描写(见A·阿尔茨奥扎〈A. Altzhouzer〉著《The House of NOMURA》日文本,新潮社版)。看来大藏省诱导式的行政指导还带有着紧急作战命令的色彩。

据说大藏省为了开发股市上的新买主,还动员了特金(特定金钱信托)和自由运作基金(Fund Trust)。这些都是当时那些看到股市居高的企业出于理财技巧而用特定资金设立的基金。为了便于这些资金进入股票市场,大藏省甚至放宽了以往制定的有关管理规定。一旦明确了这样的方针,基金经理们无论如何也就只好朝着这个方向动作了。这种官与财的力学作用大大超出了“金融村”的范围,已经扩大到了一般企业。这种支撑东京证券市场的战术,当然会按华尔街的“标准”为华尔街发挥作用,或许也是日本政策当局使命感之所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“黑色星期一”的应急处理中，日本大藏省表现出的雷厉风行的做法，将日本对美元的极度重视深深地留在了全世界的印象中。日本金融政策的基本立足点超不出对美协调的范围，如同自己在主动告知天下，除继续支撑美元以外，日本没有自己的货币战略。

让我们看一看联邦德国。联邦德国听到引发“黑色星期一”的贝克的言论后，仅于12月微微下调了利率，一边对政策协调路线作出一定姿态，一边于1988年7月开始及早转变金融政策，之后相继上调了利率。

同是第二次世界大战的战败国，同是冷战形势下的“西方国家成员”，而且前联邦德国曾经还是美元世界的主要支柱。

回顾60年代后半期，联邦德国为了防范不测，向美国承诺为其提供四项利益。第一，德意志联邦银行停止将持有的美元兑换成黄金(当时黄金储备制尚在实行)；第二，大量买进美国财政部债券；第三，增加购买美国武器数量；第四，由联邦德国财政负担其境内美军装备的更新。

而正是作出如此牺牲的联邦德国于10年后的70年代末，选择了与美元诀别的道路。这是大家有目共睹的。

相比之下，日本在政治上的自由度少于联邦德国，便在经济上也丧失了自主思考的能力，这已经是世界共知的了。“黑色星期一”中日本作出的反应就是其象征。

转向实体投资

尽管美元贬值以后日本对美国国债的投资中产生了庞大的汇率差损，日本资金仍在当局的认同下继续投资于美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国国债。同时，日本投资家为回避汇率风险开始尝试直接投资的举动也引起注意。

或设厂，或开店，或购买房地产，如此实体投资成为日本企业的新的投资战略。这种新兴的投资行为与继续投资国债的行为截然不同。它从未蒙受过汇率差的损失，因而没有负担。同时美元的贬值提高了日元的购买能力，美国国内资产对于日元购买者来说实际上是降低了价格，因此日本投资家可以充分享受汇率差带来的益处。

开厂办实业等的直接投资，是可以长期在美元世界中获得利益的。但房地产等的实体投资，其日后的增值部分却是会与美元的贬值部分相抵消的，这是实体投资中惟一的与有价证券相类似的因素。

80 年代后半期以后，日本的对美直接投资迅速增加。以美元计，1984、1985 年均比上年增加了 30%～40%，而 1986 年则增加了一倍。当时，日本对美直接投资额累计达 350 亿美元(见大藏省 1987 年 3 月底的统计)，这是日本本土全社会直接投资总额的 1/3。如此巨额的境外投资集中在一个国家，这个国家自然成为日本最大的投资对象国。于是，美国成为日本最大的、占比重最高的直接投资对象国。

然而，从美国的角度看却不尽然。在他们看来，日本对美国的直接投资在美国吸收的外资总额中所占的比例并没有显示出那么高的数字。根据美国商业部统计，日本对美直接投资余额 1987 年底为 330 亿美元，比上年底增加了约 24%，可是，在美国全国的吸收外资总额中所占的比例却只有 13%。日本对美直接投资的历史不长，直接投资余额是排在老牌的投资国英国、荷兰之后的，位居第三，其规模不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足英国750亿累计直接投资额的一半，堪称小巫见大巫。

问题是，日本的对美直接投资虽然在绝对额上并非高水平，但却具有在美国当地引起充分关注的特点。

日本对美投资办厂等的直接投资，避开了美国东北部的已经“生锈了”的老工业区(Rust Belt)，而倾向于美国南部地区或西部地区。其投资所到之处，为所在州增加了就业机会，因而大受欢迎，并在土地、道路等基础设施及税收、金融方面得到支持和方便。

可是，日本资金却又转向了因美元贬值更显便宜的房地产交易和企业的收购和兼并(Merger and Acquisition，简称 M&A)等的直接投资上去了。这是致命之举。日本对美房地产投资恰恰是“广场协议”以后的现象，早在1988年就达到了165亿美元的投资高峰，其投资明显地集中在某些特定区域。日本投资家们大都选择夏威夷的旅馆、纽约或洛杉矶的办公楼为自己的对美房地产投资对象，而这些看上去似乎也是日本投资家并不陌生的、有把握的投资对象。日本投资家购买纽约洛克菲勒中心的举动被舆论称为“买走了美国人的灵魂”，包括这一举动在内的日本对美实体投资带出的政治风险，给那之后的美国对日经济政策投下了微妙的阴影。

美国国内对于日本资金在支撑美国财政和经常收支赤字方面发挥的作用也是怀有褒贬两方面的矛盾感情的，而当这些日本资金一旦转向了实物投资时，美国人的着眼点就更加物化，反应也就更加直截了当。日本对美直接投资不够分散的区域选择，使得那些被忽视了的依靠老工业区域生存的工会组织，易于以少数民族问题形成批判日本投资的舆论。在经济上，就理论而言直接投资是日本在汇率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变动中仅存的、惟一可享受的汇率差带来的实惠，而这种享受却在政治方面碰到了阻力。

国际清算银行规则的幕后

就在对日舆论压力日渐强劲的情况下，一种既需要继续依赖日本资金的流入，同时又希望控制日本的资金势头的相互矛盾的心理在美国的决策中枢滋生。以银行为对象的国际清算银行的规则便是由此诞生的措施之一。

国际清算银行是由发达国家中央银行出资建立，在各成员国间的相互协作下，以国际间调整为目的的银行。

进入80年代以后，国际清算银行伞下的“银行监督委员会”以防范金融风险为由，将各发达国家银行资本总额中自有资本所占比例标准的制定提上了议事日程。于是，1988年7月召开的“发达国家十国财长和中央银行行长会议”作出决议：凡从事国际业务的银行，必须将总资产中的自有资金比例保持在8%以上。有关国际清算银行规则的制订过程，如同埃萨·凯普斯坦(Ethan Kapstein，美国外交评议会研究主任)分析证实的那样，是根据防止日本的银行壮大这一美国意图制订的。

1982年时，世界主要的25个发达国家的银行的境外融资余额总额中，美国银行的金额居第一位，为6060亿美元，占28%。日本的银行居第二位，计4570亿美元，占21%。但是到了90年代，日本的银行的境外融资规模一举增长了四倍半，余额高达20720亿美元，跃居世界之首。正是为了控制日本的银行国际业务的这种增长势头，才有了国际清算银行规则的出台。1993年度的日本境外融资规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模成为该规定管制的目标，规定的条款意在使日本各银行难以在这一年完成经营目标，其结果当然是不言而喻的。

以防范风险为由制订的“自有资本8%”的基准，原本是毫无根据的。为什么不是6%或是10%？因为这不是真正计算了银行境外业务风险后得出的数字。这个8%无非是一个美国银行不觉困难而日本银行难以达到的数字。

凯普斯坦就国际清算银行规则的制订过程作了如下描述：

美国参照本国的金融危机，商讨自有资本比例的标准。而如果仅将这一标准运用于本国的银行，就难免伤害这些银行的国际竞争能力，所以美联储主席沃尔克才把它拿到国际清算银行去寻求国际协议。不想，却因联邦德国、法国、日本各国的强烈反对而受挫。于是他们改变了战略，首先就此与英国达成双边协议，并率先在两国银行的国际业务中实施了他们的标准。这对于其他国家的银行无疑是很大威胁，不执行美英的标准就无法与他们的银行进行交易。事实上对于美英以外的有关国家而言，这无异于被强迫签署协议。于是大藏省在关于国际清算银行规则的标准的交涉中，要求美国考虑股价高涨导致的日本各银行泡沫效益过高的因素，并在美国同意限定日本各银行资产的45%为实际资产，根据这一比例计算8%的情况下签署了协议。

当时，联邦德国的银行除实际到账的自有资本之外也持有大量的泡沫资产。但联邦德国的主要银行的姿态却是坚持将泡沫资产作为“隐形资产”，并不打算予以公布，认为只要不计入自有资产也就足够了。如此看来，日本的金融界和大藏省作出的选择可以说完全是听天由命的。维持股价的高水平成为日本各银行的生命线，简直就是为泡沫破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灭后的日本各银行铺就了一段苦难的行程。

尽管如此，在日本等国就国际清算银行规则达成协议后，便立即显示出了效果。为了达到自有资本比例不低于8%的标准，日本各银行在国际融资中采取谨慎态度，并使世界范围内的国际银团贷款规模持续下降。1988年国际银团贷款的构成规模为1260亿美元，1989年降到1210亿美元，1990年又降到1080亿美元。世界上的日元融资比例同时下降，1987年为10.8%，1988年为5.6%，1990年仅为1.8%，水平几乎是零了。

何去何从

现在，让我们把上面的分析整理一下。

日本的机构投资家的对美投资，是进入80年代以后起步的，并且首先是从竞相购买高利率的美国的美元国债开始的。从日本流入美国的资金弥补了美国财政和贸易双重赤字，而美国持续不断的资金需求，特别是对日本进口商品的需求，维持了日本对美投资和出口企业的繁荣。这期间美元汇价亦有所上升，但是美元的汇价已不能像以往那样反映着美国的经济实力。那不过是日本对美投资派生出的假象。一旦各有关国家根据“广场协议”开始针对美元坚挺联手进行市场干预，美元随即会跌破“调整”的目标范围。在美元贬值的条件下，对美资金流动中稳定的两国利率差是不可缺少的。美国为维持外资的流入，将利率的调整纳入了国际政策协调的范围。日本的金融当局顺应美国，放手实施超低利率政策长达两年零三个月，同时敦促日本机构投资家持续买进美元债券……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80年代，媒体描绘的日本经济关系的图画，几乎是清一色的贸易摩擦画面。在传统的汽车和钢铁等摩擦商品外，80年代中期又加上了电子计算机和高科技零部件，甚至在金融以及其他服务行业，日本市场的准入问题都被大大地夸大了。于是美国政府以美日开放市场协议(译注27)相要挟，美国议会制定了一揽子贸易法，并打出超级三O一条款加紧攻击日本。似乎是想对美国的批判有个交代，日本通过前川报告(译注28)等苦心研究扩大内需的途径。这些就是从经济的一个侧面看到的80年代的日美经济的基本构架。这个构架到90年代克林顿总统当政时仍没有改变，美国继续向日本施加开放市场压力的同时更加强调结果，甚至还一一提出了具体的数字指标。

但是，在这种构架的背后，通过金融经济的侧面看到的日美关系，却如同笔者前面所述，与表面现象有着很大的差异。“广场协议”使日本多年积累的对美资产大幅度贬值，而利率的调整又使日本产生了大量的泡沫现象，最终随着泡沫的破灭，日本经济迅速陷入了前所未有的衰败。

如果使用最单纯的方式来表达的话，可以说问题恰恰在于日本手中的出口收入全部变成了美元。金融经济中的汇率行情是危险领域，日本没有充分认识到自己对于世界货币国的影响力，就将日美两国的巨大经济体系直接用美元联系起来，而这正是无可挽回的失策。

汇率风险必须由资本输出国日本承担，这是何等奇妙的构架，却在日美两国间如同常识般地安然存在着。由此产生了莫大的汇率差损，将日本经济折腾得筋疲力尽。日本将自己储蓄的过剩部分转移到了储蓄不足的美国，并通过美元的中介，使国民的血汗结晶丧失了它应有的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种由核心债权国日本以美元运作的资本还流的背景下，冷战格局中的日美关系当然是密切的，甚至两国间有着某种特殊的纽带。还有一点也是不容否认的，世界曾存在着这样一种国际政治的格局，以世界政治领袖自居的美国，其背后并没有如同欧洲共同体（译注 29）那样的国家集团作后盾，只有日本与之为伍。

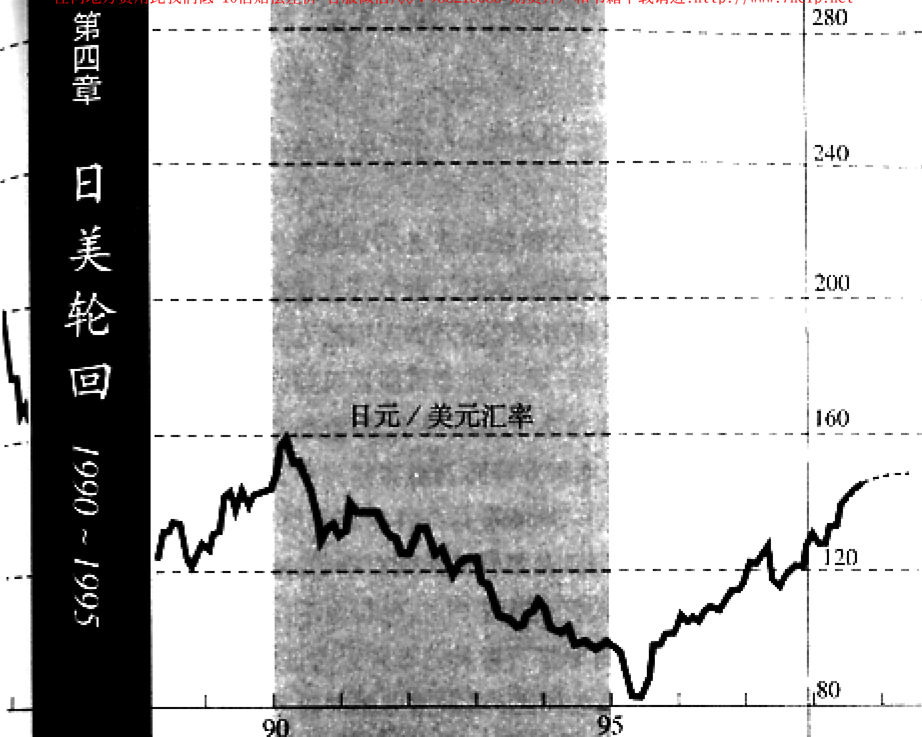
然而，这种事实能否为日本的金融政策当局开脱责任呢？

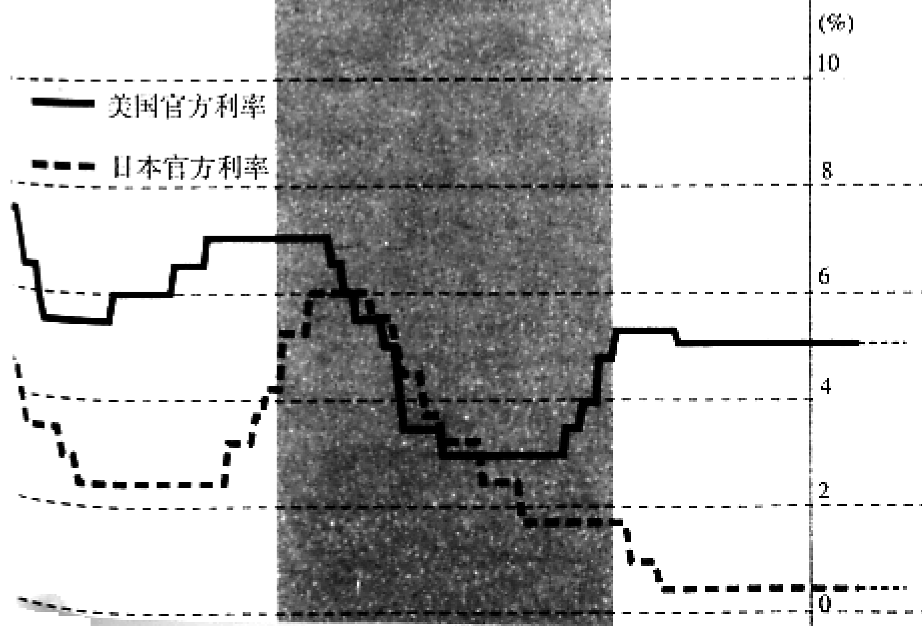
像“日元”这样强劲地升值，同时又未能发挥主导作用的货币是非常罕见的。笔者之所以直截了当地把“日元”二字摆在句首，是因为会有一把钥匙可以让我们摆脱双重的假定。日本的金融当局若要尽早实施脱离美元的政策，必然要设计各种各样的方略。金融当局应该领导日本的金融界在进行美元投资的同时，还应对马克、英镑甚至黄金进行分散投资。同时还应该通过确立以日元结算的贸易和对外投资途径，构思日元的国际化问题，这些并非是不可能的。

日本的金融政策当局到底为什么没有去做力所能及的事，而一味地将华尔街的标准当做金科玉律呢？在论证这个问题前，我将在以下两个章节中，叙述 1990 年泡沫破灭后的日本经济，并且是在日元升值攻势到来之前致使泡沫破灭的、金融战败的最终局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 日美轮回 1990～1995





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日美携手挤碎泡沫

土地与股票是日本投资家的两大投资对象，地价和股价互动般的交替上升导致了日本的泡沫经济，并在80年代后期达到顶点。然而当时代的车轮刚刚步入90年代时，泡沫竟在一瞬间破灭得面目全非。

泡沫经济的生成，主要是由日本政府为引导日本资金持续流入美国而长期实施低利率政策所致。特别应该指出的是，日本人或者日本社会在采取统一行动时往往缺乏有效的监管机制，使得该政策所导致的后果更加严重。

这使我们不由得想起17世纪荷兰郁金香花的投机生意。在荷兰，自古以来不仅是银行家和投资家，就连普通百姓也有着与生俱来的投机本能，当时这种投机本领甚至施展到了郁金香花的交易中。荷兰国民以新奇的郁金香花品种居奇出售，聚敛钱财，掀起了一股投机热。然而重要的是，加尔文(Calvin)派和路德(Luther)派等基督教新教派的教义对于当时的郁金香花投机交易，在某种程度上发挥了监管的作用。

18世纪发生的欧洲经济危机也可以为例。那次危机完全是源于投机的幻灭，而法国受到的危害显然又比英国轻得多。查尔斯·金德尔伯格(麻省理工学院名誉教授)在分析原因时指出，法国的极其严格的破产法抑制了人们的投机心理。他还十分关注新闻媒体在驱动人们投机心理中发挥的作用。

荷兰的宗教，法国的法律，在蜂拥而起的社会潮流中所发挥的强有力的调控作用，已经成为人们必须服从的社会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机能的组成部分。

在日本,道德或者宗教很少能发挥"调控"的作用,有关破产的法律法规也并不严格。当时,尽管有迹象表明政府曾部分地采取过一些抑制措施,但这些措施在官民一体营造的债权国景气到来之前,恐怕是没有收到任何效果。泡沫经济促使1986年著名的"前川报告"提出了日本应由外向型经济"转向内需主导型经济"的论调。在这一论调中,泡沫经济得到颂扬,这一论点也是当时的舆论主流。

因此,这种充斥日本经济社会的人行亦行(同质性)、人云亦云(同调性)的特性,不仅助长了泡沫经济的生成,说它与泡沫经济的崩溃紧密相关也是不过分的。泡沫经济末期,新闻媒体不无盲目的鼓噪,使得日本上下过快地陷入了摆脱泡沫困扰的情绪中,大有摧枯拉朽之势,导致日本金融当局作出了超出合理调整范围的政策选择。堪称意味深长的是,由1989年到1990年间进行的日美结构调整协议的谈判,不难看出日本国内的舆论和美国的对日压力在谈判过程中竟然形成微妙的共振作用。

笔者的这般评说,或许会令读者得到某种暗示,认为是美国在操纵舆论。可是当我们展开对泡沫经济崩溃过程的验证时,却很难全面否认美国操纵舆论。

共同面对泡沫经济时代日本经济的运行指数,美国的经济政策中枢和日本的一般国民又分别作何感想呢?他们的不同反应,便是产生"日美携手挤破泡沫"的力学格局的根据。

不妨先看一看美国的情况。

自80年代末期至90年代,国际政治发生了巨大变化,冷战的结束便是首要标志。日美关系中,前苏联这一"罪恶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的帝国”已不再是两国共同的敌人,特别是美国面对这种转变,对日本的认识当然也就不得不随之发生质的变化。看一看美国气势逼人的日本异质论者的观点,再回顾一下当时以标榜“日本可以说不”的日本极端民族主义思潮为特点的日美关系,可以看出,在日本泡沫经济的颠峰时期,美国的对日经济战略已经出现了超越通商派、资本市场派之争的明显变化。

80年代后半期日本的低利率政策带来的直接后果是泡沫经济。当时的“协调国际政策”正是因泡沫经济而得以成立。这一协调使得日本资金向美国的流动得以维持也是有目共睹的。在短时间内给日本自身带来了巨大利益的日本泡沫经济,逐渐使日本人认识到其本身就是来自美国的“威胁”。这种“威胁”的最初端倪,显露于为遏制日本的银行的资金实力而设的国际清算银行规则。

然而,日本的银行看上去似乎非常乐于接受国际清算银行规则的管制。

国际清算银行规则规定的自有资本比例的标准,告诉银行在不得压缩分母部分资产的情况下,有必要增加分子部分的自有资产。以往日本银行获得的股价增值效益的增加部分的45%曾贡献于自有资本比例的调整,而国际清算银行规则的标准使得日本的银行依靠股价的增值效益的同时,还必须在银行自身股价已经很高的情况下提高发行时价,以寻求达到国际清算银行规则标准的最短距离。这是国际清算银行标准在日本的强行突破。正常情况下,股票发行时价带来的收益是计入企业自有资本的,而当时的日本却在追求时效的同时,还规定了1993年这一达标时限,这也就难怪企业急不择路了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价居高之谜

美国对日本的戒备心理极大地诱发了日本资金的危机感。丹尼尔·伯斯坦(Daniel Burstein)在他的《日元!——日本的新金融帝国及其对美国的威胁》一书中如实地描绘了当时的情景。日本的银行面对限制其资金流入美国的制动装置"国际清算银行规则",仍打算利用高股价、高地价的优势轻轻松松迎接挑战。美国是否会有被日本"买断"的那一天,日本何以能用极低的成本筹集到大量的资金……美国将日本资金实力的形成一味地归结为高股价、高地价带来的效益。

所谓高股价,应该说是二次世界大战后出现在日本股票市场上的特殊的历史产物。

银行无疑是受到了国际清算银行规则的强制,而一般的日本企业,也不得不为加强自身的国际竞争力而充实自有资本。他们最大的愿望是拉平日本企业在自有资本比例上与美国企业间的差别,并且这一愿望终于在80年代得以实现。

为了达到"国际清算银行规则"的标准,日本的银行动用了多种多样的手段。我们不妨看一看发行新股筹资法。股票是以时价出售的,收益是根据票面额支付的,企业因此可以筹集到低息资金。与此同时,股票价格的形成已不同于以往的票面额分配时代,是完全脱离了本息计算方式的。当今的时代,股票价格的形成已不再取决于股票收益的多少了。在这个转变过程中,日本企业多采取了被称为"相互持股"的资本自由化对策,其结果可以说间接地导致了对企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业眼前的股票收益(相互的)并不感兴趣的“股东”的不断增加。在这种背景下,80年代的整整十年中,股票收益率的降低和相互持股比例的上升是并驾齐驱的。

股票这一金融商品一旦脱离了直接的红利收入,投资家在市场交易中必须随时根据股价的变化判断自己的资本收益。因此,总是呈现右高左低的价格曲线的市场行情也就通过相互持股的方式得以维持。这就是日本股价居高不下的谜底。而一旦日本的股价转入跌势时,由于没有人对收益抱有很大期望,自然会潜藏着股市狂泻而得不到制止的危险,只是目前情况下这种危险性还没有暴露出来罢了。日本的股价自70年代以来,一直维持着上升的基调。

可是,到了80年代末的泡沫经济时期,靠发行新股筹集低息资金的手段便也超越了极限。

日本制造行业发行的股票,其总值80年代前半期平均每年为8000亿日元左右,而80年代后半期有了大幅度的提高,1989年达到了50000亿日元。同时公司债的发行量也不断增加,并且大多数是类似可转换公司债或附加新股认购权公司债的债券,于是企业的这种以筹资为目的财务运作向社会提供的股票等,在这期间迅速膨胀。

就日本制造行业的这种财务运作行为,让我们仅以1987～1989年三年间的泡沫经济颠峰时期的状况为例,与美国制造业企业作一比较。

三年间日本企业的股票和公司债发行总额为1500亿美元(约合210000亿日元),与美国企业三年间的发行规模大致相等,而扣除所投固定资产折旧后,净投资额仅为320亿美元(合45000亿日元),相比之下1500亿美元是何等巨大的数字。当然这当中还有507亿美元被用于偿还债务,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其余的恐怕是被用作了以流动资金、特殊资金、自主运作基金等为特点的各种“金融技巧”的运营。再看一看美国的企业，与日本同等规模的股票、债券发行额中，净投资额高达1000亿美元，并且美国股票、债券发行规模的增加与贷款规模的增加是平衡发展的，与日本严重的一头沉现象截然不同。

日本已经是过于偏重靠发行股票筹资了，却又进一步扩大了对筹资金融的依赖程度。80年代，日本企业的筹资成本平均为2%，与美国企业5%～8%的水平相差悬殊。美国企业是致力于将生产要素价格的国内外同一性也置于“公平竞争”的起跑线上的，而日本的做法等于是给了美国可乘之机。

美国的半导体行业等就曾经指出，资本成本影响着产业的竞争力，因此他们声称无法与日本进行公平竞争。日本的过于注重企业方面的利益的资金筹资方法，似乎给美国企业界带来了不必要的戒备感。

那么，暂且不谈日美筹资成本的差异，让我们来看一看日本的低成本的筹资方法是否建立在合理的、稳固的基础之上呢？这是一个重要问题。

例如，那些为了达到国际清算银行规则的标准，而利用筹资金融的手段力图实现全面突破的银行是怎样的状况？我们知道，衡量股市行情的指标，应该是包括时刻变化着的日经平均指数对象企业股票总数的因素在内的东(京)证(券交易所)指数(译注30)，这个指标被认为是更接近实际情况的。在东证指数范围内，金融和保险行业占到20%以上的比重。东证指数的动向应该是衡量银行股真正实力的指标之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，让我们回顾一下这一指标的发展过程。东证指数于1987年4月达到了历史最高水平，之后，受“黑色星期一”的影响暴跌，跌幅出乎人们意料。从谷底爬升到1987年的水平，是1989年底泡沫经济破灭的前夜。不难看出，仅就这项指标而言，即使是在泡沫经济的状况下，也应该说日本银行的行动太迟缓了。

日本的银行希望通过对股票发行时价的增资尽早提高自己的自有资金比例。他们的相互持股的做法抬升了股价。笔者在上面所列举的事实可以说都是他们一系列做法的结果。

尽管如此，1987～1989年的三年间，日本各大都市银行运作的股票发行时价的增资额也达到了约6万亿日元的水平，在国际清算银行规则的管制下，等于新增了约80万亿日元的贷款余力。

但是，这一时期，日本大型银行的股价市盈率(股价÷每股利润)，在高峰期曾高于股票发行时价的250倍。在所有上市企业的股票市盈率平均高于股票发行时价约80倍的泡沫经济时期，银行的股票平均仅高出发行时价的3倍。这足以说明日本的银行经营收益之微薄。

日本的银行股现象是十分典型的事例，许多的筹资金融手段，其利润率及其他指标都丧失了生成的根据。美国在日美结构调整协议中的矛头所指正在于此。

地价与竞争力

下面看一看日本的土地价格。日本大都市圈的地价，到80年代中期时上升到了稍稍高于名义GNP的水平。可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是 1985 年以后，其增幅就发展到了稍迟于股价增幅的水平，1990 年达到高峰，可见地价在这一时期内持续地突飞猛进。这期间，日本的土地积累的资本收益大大超过了股市，达 1420 万亿日元，其规模是 1990 年日本 GNP 规模的 3.3 倍。

对于这种地价与股价的竞相上升，美国人看上去自然会觉得有问题。80 年代末时，日本的土地财富已经占到了国家财富总额的约 70%，而美国仅占 25%。对土地的感觉，大陆国家美国自然会与岛国日本不同。如此资产结构的差异只是各自国内的问题。然而，日本的土地资产额(截止到 1990 年底为 2400 万亿日元，此为国民经济核算的推算值)一旦相当于美国全国的土地资产额的约 4 倍时，美国也就不能无动于衷了。

土地的增值因素还与企业竞争力相关联。在日本，企业法人在继承企业财产时，对土地财产的继承和对股票财产的继承一样，都无需交纳财产继承税，企业法人比个人更为容易保有土地财产。并且历史越悠久的企业，越容易获得较高额的土地评估结果，这一现象贯穿了整个 80 年代，使土地财产的评估额急剧膨胀。

以往，如果日美间围绕企业的竞争力发生争论，日方只要抓住美国企业被短期效益束缚手脚的经营缺陷就可以自圆其说。可到了 80 年代末，如果日本对美国企业短期行为进行批判，立即就会因日本企业经营上的种种“水分”而遭到有力的还击。同时，土地价格的上涨，对美国企业而言，还违反了他们所主张的“公平竞争条件”。

1989 年，美国“日本异常论”者之一的詹姆斯·法罗(James Fallows)竟主张“封锁日本”。当然，他并没有说明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体的封锁措施。

由于冷战格局的崩溃，来自日本的经济威胁，竟取代了以往“恶魔帝国”苏联的各种威胁——无论这种曾被人们挂在嘴上的论调是否妥当。有种种迹象表明，起码美国财政部内形成了较之华盛顿和议会更加明确的、将日本的泡沫经济视为“万恶之源”的判断。

日本国民的立场

那么，一般的日本国民又是如何认识泡沫经济呢？这大概已是无需多言的了。在筹资金融的风潮中，以往根据票面额按比例分红的股票被冷落，使得个人购买的股票大大减少，股票市场在极短时间内失去了个人投资家的关注。另一方面，由于企业和机构投资家的活跃交易，日本股票市场个人持股比例已经下降到 10%，股市“机构化”愈演愈烈。在富有这种特色的市场上，无论股价如何攀升，大部分国民都会漠不关心，股市倒是应该大感“失落”。

尽管股票市场已成为国民事不关己之物，而“生活必需”的土地价格的攀升却形成了巨大的社会问题。

以往日本的“鸽子笼”式的标准住宅用土地，加上相应面积的公寓价格，往往要高于国民的平均年收入，其地价持续、稳定的上升是消费者购买动机中不可缺少的前提条件。

可是，过去标准住宅的价格高于年收入 6 倍是公认的“廉价”水平，这个价格水平由于地价的暴涨被大大抬高，住宅的购买价格超出了现实可行的范围。相反，是否拥有房地产却与财产的多少直接相关。拥有者有条件贷到更多的款经营住宅、投资公寓建设等，致使社会贫富差别进一步扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大。“被遗忘了”的人们感到不满，眼看着泡沫绅士们不同凡响的作派，他们的不满越积越深，越散越广，无形中为消灭泡沫作好了“心理准备”。

1989年秋，日美结构协议开始谈判，上述日本国民的心理和美国的对日压力相互呼应，并通过各种媒体震动着日本社会。

难以抗拒的要求

“日美结构协议会”（译注31），如它的名称所示，是为了解决日美经常收支的不平衡而召开的，本应由日美双方相互指出对方经济社会结构上存在的问题，并进行对话。可是，尽管协议的谈判标榜的是“双边性”，但日本却明显地处于被高声指责的境地。“结构协议”之“结构”二字，又直接被延伸使用于“结构改革”的概念。不久人们便意识到，正是这个“结构”问题才是日本的经济社会的根本性缺陷。就这层意义而言，“结构”问题对日本社会的影响大大超出了人们当时的想像。

日本对结构协议的应酬在1990年以后步入正轨。首先，就日本股市行情的扶摇直上，美国采取了断然措施。他们将日本股市由来已久的封闭交易和企业集团内部或同一系统内的相互持股作为切入点，并提出具体要求：(1)将银行持股标准由5%降到2%；(2)取消综合商社不得持有制造业企业股份的限制；(3)强化子公司持有母公司股份的限制；等等。这些要求意在瓦解维持高股价所必需的基本条件。

各公司间的相互持股是日本股票市场的特征。最初是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本自由化对策的产物，也是日本的股市管理体制得不到美国的股份制企业认可时的变通做法。当然若发展不当，这种做法会影响证券市场的健全运营，因此进行调整是必然的。然而在缺乏周密准备的情况下，突然间取消企业间的相互持股，势必只会导致市场的混乱。

1990年上半年，美国的这些“要求”频繁出现于日本各大主要经济类报刊杂志的头版，这些自然而然地给股市带来心理上的影响，特别是“不安心理”的增加引人注目。美国通过结构协议发出的信息，使日本股民理解到原来美国不希望日本股市行情居高不下，其最终结果必然是股市行情的下跌，“抛出带动抛出”的闹剧轮番上演。股市的动荡又波及到1990年初已经开始下跌的证券市场的行情，人们的危机感加速了市场的崩溃。

关于土地市场，美国甚至准备了“日本土地战略事记”。迫使日本根据美国的要求加紧解决大都市近郊耕地开发、利用不足问题，同时调整有助于国民保有土地心理的税制问题等许多“缺陷”。这自然是由于美国认识到日本的高地价对自己形成了威胁，但美国却冠冕堂皇地打出了提高住宅质量、提高国民生活水平的幌子，使得日本很难就这一说法本身表示反对。美国的要求也使那些存有地价下降之希望的日本国民找到了根据，没有多久，这一切就演变成一场激烈的土地降价战。

综观日美结构协议的结果，很难发现日本为逐个解决存在的问题而采取必要的立法措施。不仅如此，美国或许还认识到日本的高地价支撑着日本投资家对美国国债的投资，因此逐渐地将要求日本调整地价转向了要求日本增加公共投资的方向。美国指责日本社会资本不足，从储蓄＝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资平衡的论点出发，试图迫使日本通过扩大政府财政赤字缩小经常收支顺差，终于让日本向美国承诺保证10年完成430万亿日元的公共投资。于是日本政府根据自己的承诺编制财政预算，结果便是日本财政收支的日见窘迫。

除去这些，笔者认为还有必要就日美结构协议对泡沫经济的破灭形成的打击力度及其打击机制问题，作一点思考。

80年代末的泡沫经济留给我们的思考之一，就是金融经济的成熟若要通过资产的保有达到和谐，通过扩大对生活基本要素有安定感的国民群体加以实现，那么，日本的资本主义在当前的“存量资产经济”时代，可以说正在遭遇失败。因为泡沫经济实际上促进了财富由个人拥有向企业法人拥有的转移，并因此将国民排挤出了经济发展参与者的圈子。之后，又开始向那些被排挤在外的“无声的日本国民”做工作，在日本特殊论的背景下进行日美结构协议的运作，加上日本的媒体的舆论导向也是一派偏向于美国的姿态，终于导致了日本国民对本国经济机制信任感的崩溃。

而那之后的日本国内的舆论，完全可以说是日美结构协议给美国带来的最大收获。

激烈的舆论动荡

下面我要提到的怕是题外话了。日本经济形势的变化和随之而来的舆论动态，往往可以使人看到如下相通的倾向。

首先，在经济形势一片大好的发展过程中，媒体往往会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大肆渲染经济发展带来的生活模式的变化，而在全社会产生刺激效果，以进一步加速经济的发展。但是，这种宣传手法一旦超出了合理范围，对经济形势的发展持反对意见的人们的态度就会表面化，以往潜在的矛盾便随之成为问题的焦点。这种情况往往催生新的“潮流”，酿成山本七平(现代日本著名思想家)所说的日本“独特”的气氛。由于对这些焦点问题负有责任的当事人并不很愿意坦率地承认失误，便会不断地遭到激烈的追究。这种指责甚至是非理智的感情用事，从而扩大了经济社会的矛盾。

这样激烈的动荡，在60年代末日本经济高度增长时的“矛盾”表面化时，曾经出现过一次。当时，经济的高速增长带来了通货膨胀的副作用，物价上升，同时公害病的发生使环境污染的严重问题引起注意。企业首当其冲地就大气污染和水污染问题成为舆论炮火集中攻击的对象。结果，政府增设了环境厅，并通过环境厅开始就公害管制立法，并且许多措施收到了效果。

但是，不应忘记的是，70年代初期，日本国民刚刚走过经济高速增长期，他们的心理还没有完全调整到可以迎接矛盾和困难的状态，还有必要进一步调整，可就在这时发生的石油危机，使日本国民的心理状况发生了天翻地覆的变化。事关生存的能源价格的上升和不稳定的供给大大吸引了日本国民的关注，持续发展的严重的经济危机孕育着人们“GNP休克”的联想。

而一直持续到80年代末的泡沫经济又导致了什么样的现象呢？当时，经济的发展使得物价稳定，日本国民一门心思地想赶超美国的经济水平，并乐观地期待着赶超了美国以后的日本的经济前景。同时，土地和股票的收益也以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那特有的方式滋润着日本经济社会每一位成员。然而，好景不长，矛盾终于出现。稳定的物价背后隐藏着的强大的存量资产的通货膨胀终于现出了原形。以往在存量资产经济时代曾被高声讴歌的“一亿国民皆为中产阶级”的雄心，在现实的存量资产两极分化的时代中转瞬变成了无影无形的幻想。国民心中潜在的不满等待着爆发的时机。

当然，一直实施低利率货币政策的日本银行(实际上是受大藏省支配的)有着不可推卸的责任。而民间金融机构在当时的货币政策影响下对于房地产的无序贷款，使得自身贷款结构失调，致使土地价格暴涨，其责任亦属必须追究之列。

然而现实问题是，日本的金融机构在地价暴涨时已经放出了巨额的房地产贷款。地价的一路下跌，尽管为房地产交易提供了廉价的价格体系，却给金融体系造成了致命的打击。

综合看来，日本对土地泡沫现象的调整是先扑灭明火，然后再耐心等待暗火的自灭，这不失为符合经济运作的合理的、现实可行的政策选择。

同时，一旦进行调整，土地价格调整的界限应该是低于最高价格 20%～30%的水平。而银行只要是根据自己的规律，将贷款控制在房地产投资总额的 70%～80%上下，那么房地产价格下降 20%～30%的幅度基本上是不应该产生不良债权的。如果地价下降的幅度仍嫌不够，国民仍然对地价心存不满的话，还可以指望在经济增长的过程当中将地价高出的部分逐渐抵消掉……这应该是较现实、较稳妥的处理过程。

但是，为什么日本没有进入这样一个合理的调整过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？

1989年春，美国诞生了布什政府。日本银行似乎就在等待这一天，终于修正了超低利率的货币政策。日本的股市行情也于当年底达到最高峰，地价稍迟于股价，于1990年达到最高峰后转为急速下跌。在这种形势下，被誉为“通货膨胀斗士”的日本银行新总裁三重野康在新闻媒体的一片欢呼声中走马上任。随即，继1989年10月日本银行提高官方利率之后，又紧锣密鼓地于1990年2月和8月两次提高官方利率，使之达到了6%的水平。

另一方面，1990年4月，日本大藏省开始就日本金融机构的房地产贷款进行总量控制，提出将把房地产融资中与上年同比的贷款增加部分控制在当年全社会贷款总额以内。然而国民对地价暴涨的不满依然根深蒂固，并最终导致了地价上涨高峰过去很久以后的“地价税”的出台。

日本国民要求“挤破泡沫”的一致呼声明显地走入了极端，当然这不是毫无道理的。股价虽然下跌，但由于拥有股票的人群范围狭窄，这对于大多数国民竟成了事不关己的现象。地价虽然下降了，但由于媒体受日美结构协议中美国方面主张的影响，依然大肆宣扬“降得不够”（地价确实仍然偏高）。当时的能够提出观点的人并非金融问题的学者，而是土地问题的“专家”。在这种舆论背景下，由于挤破泡沫呼声的驱动，地价、股价相互交替地下跌，自进入90年代起跌至今日，简直不知谷底在何处。其价格水平已经双双跌破了高峰期的50%以下，完全超出了调整的意义，陷入了不可收拾的局面。

我认为这其中还有一个特殊的因素在作怪，这就是日本经济社会特有的随大流的毛病，所谓“不怕独行就怕众人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同行"的、似是而非的社会主义式的国民情绪。这种特性在结构协议的压力下越发地表现得淋漓尽致。发端于协调国际政策的"人为的"泡沫经济,在内外压力的缝隙中,再也无法苟存,终于崩溃了。

泡沫经济的产生及崩溃,是80年代以后日美经济不自然的相互依存关系的集大成。比起幸免于难的前联邦德国,忠实于协调的日本反而受害更深。

在布什政府时代,里根政府时的政策协调路线的总导演、财政部长贝克调任为国务卿,不再是资本市场的直接管理者。美国在日美结构协议的过程中所实施的挤破日本经济泡沫的战略本身,应该说取得了成功。

不过,以往流向美国的日本资金却由于泡沫效益缓冲力,还曾在一段时间内继续流向美国。这一现象说明,泡沫经济的破灭不过是美国吸收日本资金的渠道由粗变细而已。美国是否是在充分认识到这一结果的情况下才对自己的资金源泉大加打击的?还是为由粗变细的资金渠道想好了后路才动手的?或者说,美国得到日本承诺的完成430万亿日元公共投资是一大收获,泡沫经济的破灭不过是美国这一收获的副产品?这一切都很难断言。

无论如何,1988年整整一年,为维持美国共和党政权,而将稳定美国债券市场行情视为己任的我国大藏省,必定是预料到了将与冷战的结束同时登台的美国新共和党政府会大幅度调整对日经济政策。

极为扭曲却又进展顺利的政策协调路线至此终于告一段落。美国的对日经济战略,今后将在贸易收支的平衡和吸收日本资金中继续走钢丝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价暴跌的导火索

让我们再通过以下视点，从另一个侧面看一看 1990 年日本股市的狂泻。

1989 年，东京证券市场尚沉浸在“债权国行情”中时，笔者就已经对它的前景大感疑惑。如上所述，日本银行于 1989 年 5 月改换了货币政策，可是日本的股票市场却视若无睹般地继续攀升。这正是笔者侧首瞠目感到疑惑的基本原因。这一年的下半年，日经平均指数开始上升，在其过程中，尤其引人注目的是降价的品牌多于涨价的品牌。这说明，在市场基调相对较弱的情况下，日经平均指数的上升很有可能是经过某种操作的。

1990 年以后的股价暴跌中，有人认为美资大型证券公司活跃的差额交易起到了很大作用。若以上述 1989 年的日本股市行情为前提进行判断的话，就不难看出对这种见解是不应不屑一顾的。

所谓差额交易，是指在股票的期货和现货之间进行交易时，以少额股金，有时甚至能左右整个市场的交易。有关人士事后断定，引发美国的“黑色星期一”的导火索，事实上正是差额交易。于是在那场美国股市灾难之后，美国的大型证券公司都开始控制使用这种金融技巧。

另一方面，“黑色星期一”以后，根据美国放宽管制的要求，日本的股票市场不得不引进并接受价格变化较快的“日经 225 期货”。据传，日本曾试探过可否以价格变化较缓的东证指数期货取代“日经 225 期货”，但是没有得到认可。从未引进过期货交易的日本股票市场，甚至没有禁止差额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的管理规定。有的美国证券经纪人说，日本股市的暴跌正是冲着其股市的这一特点来的。

美资大型证券公司或许就是看着日本泡沫经济后期的股价动态采取的行动。期货和现货当中，往往首先是价格易变的期货被买空卖空地进入交易。而当期货跌幅过大时，现货价格就会看涨，于是现货又会畅销。期货看涨，之后便是现货……这种交易通过最新式的尖端金融技术得以在非常短的时间内完成。于是这种交易也就有条件成为日经平均指数急剧下降和股市暴跌的导火索。

无论真伪，至少像美国在“黑色星期一”以后进行的有关那次股市狂泻过程的调查研究，日本大藏省也曾做过，并且结果大同小异。就是创造出大量炒卖股票手法的日本大型证券公司，对这些“尖端金融技术”的潜能也不能不感到意外。

如果日资证券公司在纽约股票市场采取和美国同样的行动，又会在美国国内引起什么样的反响呢？想到这些，我们不得不承认“华尔街标准”是存在的。

失去作用的缓冲装置

1992 年 11 月 15 日《纽约时报》于克林顿总统上台伊始就刊登了一篇题为《即便是在就职仪式以前》的文章。文章的作者是著名的《冰冷的战争——日美德》一书作者杰弗里·盖登(Geffrey Garten)。盖登在文中对新政府提出忠告说，股票市场对于新政府的政策运营作何反应尚不得而知，但共同捍卫美元恐怕只是迟早的事，总统应尽早访问波恩和东京以制订紧急事态发生时的共同对策。盖登一定是已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经预见到这样一个事态的发生过程：克林顿发表充满野心的经济政策→财政赤字扩大的预期→美元暴跌。他的忠告如果是对一般状况的认识，应该说是完全正确的。

日本在某种情况下会如盖登所指出的那样，经常收支顺差本应以日元为主要币种形成对外资金还流的渠道，而这样的渠道长期以来却被日本疏忽了。于是日本的资金出于无奈才通过购买美国财政部证券甚至购买实物资产等，形成了日本投资家手中拥有的美元资产。但是这些却由于泡沫经济的破灭，使之在美元资产汇率风险中的缓冲作用最终丧失殆尽。

由于泡沫经济的崩溃，日本金融机构的对美投融资风险的承受能力失去了最后的支点，其资金还流的渠道变得极为狭窄。1990 年底日本的股市开始暴跌时，英国杂志《经济学家》便率先发行了特辑（"Down Beat"，12 月 6 日号），并警告说"股票和房地产的贬值将使世界很难获得日本的资金"，而泡沫经济破灭后的局面则被完全言中。

下面，我们来看一看泡沫经济崩溃后，日本对外资金收支的变化。

泡沫经济崩溃以前，日本的经常收支顺差不断增加，加上其筹集的美元资金，形成日本超出自己国际收支顺差幅度的长期资本收支的赤字，并主要表现在以美国为主要对象的对外资金供给上。这一模式在 1987 年的"黑色星期一"中虽被动摇，但在 80 年代后期还是被维持住了。

然而，1990 年，当泡沫经济开始进入决定性的崩溃期后，上面所说的模式就发生了巨大变化。1990 年，日本经常收支的顺差从 1985 年到 1989 年期间的年平均水平的 720 亿美元减少到 360 亿美元，减少了约一半，而长期资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收支的赤字稍高于经常收支的顺差，为440亿美元左右，骤减到那之前的40%。

1991年以后，日本对美国的债券投资虽逐渐恢复，但始终未能恢复到80年代后半期的水平。于是在经常收支顺差不断扩大的情况下，日本长期资本收支赤字的规模大大低于经常收支顺差的规模，并且再也没有重现过以往的那种长期资本收支赤字高于经常收支顺差的局面。1991年，由于针对日本股票的海外对日证券投资活跃，给日本长期资本收支多少带来过一点益处(收大于支)。

由于泡沫经济的崩溃，日本的资金终于无法承受美元贬值带来的汇率差损的风险，美国为挤破日本经济泡沫而实施的高利率政策给日本投资家带来的国内外利率差的甜头终于不复存在。

日本对外贸易中使用美元币种的部分占到70%，这种局面由于日本企业纷纷将出口获取的美元兑换成日元，基本上形成了对美元贬值的压力。同时，美国经常收支的赤字继续扩大，成为美元经常性贬值的主要原因。对此，以往的日本投资家抛出日元购买美元以获取美国国债，即日美间的资本交易行为，曾经成功地遏制住了日元无止境的攀升势头，但现在，日本投资家不再购买美国国债了。日本的资金滞留在日本国内，这导致了国际上日元资金不足的现象，构成了潜在的日元升值因素。下面我们将要涉及的克林顿政府的超日元升值攻势的攻击目标正在于此。

新支撑点何在

无论如何，随着“日本资金”时代的终结，美国的对外资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金收支不得不随之变化。80年代后半期,美国虽然仍有巨额的经常收支赤字,却得到了两倍于此的国外资金,并将弥补经常收支后的剩余部分用做了美国对其他国家的直接投资、证券投资和融资。可是,这种模式在1990年以后发生了巨大的变化。

1990年,美国吸收外资总额明显下降,仅稍稍高于经常收支的赤字额。特别是美国财政部证券及其他证券吸收国外民间部门资金的情况,实际上处于停顿状态。其结果,美国银行对国外的贷款在这一年也是贷出大于回收,他们将自己的对外投融资业务紧急刹车。

继而,美国在1991年的海湾战争中得到了540亿美元战争费用的国际援助款,这笔费用几乎抵消了当年美国经常收支的赤字。当然这是特殊情况。

在伊拉克战争中,美军所消耗的武器弹药大部分是在预算内处理掉的。有人推算美国在这场战争中实际的经费支出还不足100亿美元。美国利用他的国际政治力量,确保了近500亿美元的国外净资金流入额。

1992、1993年,美国经常收支的赤字再度扩大。1993年如下几点引人注目。

随着各国对美证券投资规模的增大,美国外资流入量增加,美国的对外证券投资也随之活跃。特别是外资对美国财政部债券的投资,虽然1992年来自各国民间的投资骤减,1993年来自各国政府的投资却大大增加,投资规模是1992年的3倍。

到底是哪个国家的资金取代了日本资金?包括对美国财政部债券吸收的500亿美元的外资在内,各国政府资金流入美国的金额是700多亿美元。让我们看一看这笔资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的构成国家:其中90%是来自印度、马来西亚、巴西等亚洲和中南美国家中央银行的资金。这个数字是非常明确的(见1994年7月31日《纽约时报》)。

西方国家的庞大的直接投资,以及在这些"新兴市场"上,为谋求高收益率而频繁交易的养老金、投资信托资金的对亚洲和中南美国家的流动,给这些新兴工业国家带来利益,他们将闲置的资金转向了美国。

表面上看,新兴的工业国家取代了以往日本资金的地位。这些亚洲资金尽管是通过各国中央银行的投资行为在流动,但似乎都免不了带有一点要支撑美元的使命感。因此,对美元的变化有着极强的应变能力成为他们的特征。这些国家资金的对美证券投资,不同于以往的日本资金的是,他们并非是长期稳定的投资。这就说明美国的资金收支,起码在这一阶段,还没有重新回到稳定的基础上。

这就是克林顿政府在它诞生的1993年所面临的美国的对外资金收支状况。

日元独步高峰美元全面走低吗

美国这个国家,经常要面临这样一种不安,就是说,只要美国的经常收支赤字继续发展,至少只要美国无法确保自己的资金需求,就会因资金不足造成利率上调,并招致美元汇率和美国股市暴跌。

日本的泡沫经济破灭以后,其对美资金供给的能力被严重削弱,90年代初美元所处的环境愈加严峻。对于克林顿新政府,美元的稳定和强化自然成为其面临的最重要的课题。同时,包括上面提到的杰弗里·盖登,克林顿政府吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳了许多出身于华尔街的人和宏观经济学家。尽管他的政府是民主党政府，但可以想像这届政府对国际金融市场是有一定的理解的。

这里，我们有一份就美国那之后的发展过程作出的令人非常感兴趣的报告书。这是根据 1988 年美国包括贸易法，由“竞争力政策评议会”针对总统竞选发表的文章。文章要求，应该为了维护“竞争力”而设定汇率。文章的作者是主张“让日本用自己的锅烹煮自己”的老牌高日元论者弗莱德·巴古斯登(美国国际经济研究所所长)。仅看这一点，克林顿政府的对日经济政策也就不言自明了。

克林顿在就任美国总统之后不久的 1993 年 4 月，就在日美首脑会谈中发言说“日元升值有利于日本削减顺差”。固然这是为了将一揽子经济协议强加给日本，但更重要的是，在美国希望本国货币进一步贬值之际，世界货币国的首脑口出此言真是十分异常。而市场自然会认为本届美国政府基本上是希望日元升值的。加之克林顿政府的财政部长鲁宾也表示说“日本的顺差已经阻碍了世界经济的增长”，更加强了上述市场心理。受这些言论的影响，日元对美元汇率从 1993 年初的 1 美元＝120 日元一下子抬升到当年 8 月的 1 美元＝100 日元。

但是，美国新政府的这种日元升值攻势，对于美国自己，也是如履薄冰般的危险的赌博。日元升值攻势，只要一步走错，就会使日元一家独高的局面蔓延开来，造成德国马克的升值，以至使美元发展到全面贬值的境地。美国的日元升值攻势直至 1993 年夏季，终因顾虑美元全面贬值而演变成美国政府的声明和入市干预的行动，才有所收敛。

1994 年 2 月，日美一揽子协议破裂，克林顿总统宣言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行"贸易战争",日元再次被动摇。然而这次被动摇的不仅仅是日元了。无论汽车贸易的不平衡对美国是何等重要的大事,联想到 FRB 自 1994 年 2 月起终于要为已经实施了很长时间的金融缓和政策划句号,克林顿的"贸易战争"的宣战相比之下未免过于拙朴了。美国之所以通过诱导日元升值的手段打击日本,正是由于美国引经据典分析到了金融市场将要发生动荡的先兆。

4 月底,美国商业部代表甘塔(Kantor)强硬的发言引发的日元升值,终于演变成了美元的全面贬值。美国财政部长担心上调长期利率,会搅乱资本市场,于是发表了"不希望美元贬值"的声明。与此同步,日美欧货币当局携手出动,购入美元、介入市场,同时美国上调了官方利率。

由此看来,克林顿政府的日元升值攻势,对于美元这一世界货币国的汇率市场具有特权般的影响力。在这种背景下,美国政府一边回避着美元自身暴跌的风险,一边谨慎并大胆地推行日元升值攻势。

其结果只能说是成功的。

我们不妨看一下日元浮动的过程。由于 1994 年 7 月中旬的"那不勒斯首脑会议"(译注 32)没能提出稳定国际汇率市场的措施,日元再次飙升,达到 1 美元 = 96 日元的新高峰,并且于 1995 年 4 月终于突破了 80 日元大关(参见本章题图)。

从"广场协议"前的 250 日元到 80 日元,日本经济近 10 年间一直在日元升值的波涛中翻滚,受到的打击之大可想而知。90 年代初,泡沫经济破灭后,日元还没有升到 1 美元 = 80 日元时,其负面影响就已经表面化了。加之日本的对美资产的大幅度贬值,日元升值造成的生产成本的上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升直接冲击到日本的生产性企业。而美国在日元升值中却毫发未损。美国依靠汇率市场，绞尽脑汁摆脱了美元暴跌的危机，终于赢得了几乎可以说是前所未有的、经济的长期繁荣。如同皮尔斯托维茨等人所说，是“日美再次逆转”。

以日元计算情况将不同

自 1985 年以来，日元升值攻势呈波浪状发展，让我们将这一攻势给日美贸易结构带来的变化作一归纳。有关“广场协议”的直接影响上面已经作过简单归纳，之后延续了 10 年之久的日元升值，无疑给日美贸易结构带来了决定性的变化。

第一点，日美贸易的不平衡明显缩小。

90 年代以后，日美贸易的不平衡表面上再次扩大，这是由于两国贸易收支的统计习惯以美元计算的缘故。

日本的贸易顺差，1989、1990 年明显减少，1991 年又有增加，1992 年达 1300 亿美元，是 1990 年的一倍。日本贸易顺差中占比例最大的是对美贸易顺差。这一部分 1990、1991 年曾稍有减少，1992 年便恢复到了 1989 年的水平，为 440 亿美元。

以上统计数据均是以美元计算的。克林顿总统上任之初看到的有关贸易不平衡的资料也都是以美元统计的。但是到了 1985 年以后，美元数字就再也不能如实反映日美贸易的实际情况了。

那么用日元统计又会是什么结果呢？用日元统计的话，日本贸易顺差规模最大时是“广场协议”签订的时候，即 1985 年度的 9.1 万亿日元，之后便持续减少。1991 年是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1 万亿日元，比高峰期减少了一半。总之，若用日元统计，日本的对美贸易顺差就会明显减少。

这种不同币种的统计结果的差距，在日本的对美贸易中，更多地体现在对美国出口方面。1985 年以后，以美元统计和以日元统计的日本对美出口数据差距拉大。根据 1985～1992 年间的情况看，日元的统计数字可以使日本的贸易顺差减少 20%多，相反美元的统计数字就会使日本的贸易顺差增加近 50%。

一般情况下，进口国的货币对出口国或第三国的货币发生贬值时，只要进口量不发生变化，进口国按本国货币支付的费用必然会增加。如果进口国以出口国一方的货币支付的话，数据差距的产生原因就更加易于弄懂，而哪怕是进口国以第三国货币支付，也会由于出口国货币升值的连锁反应，导致进口国以本国货币支付费用的增加。

美元对日元的比价下跌，导致美元支付额的增加是非常自然的现象。日本的对美出口额以美元计即便是增加，也并不说明日本的出口企业加大了生产，而是如前章所说，不过是多少填补了原来的实际出口收入的不足部分。在这种意义上，80 年代后半期美元持续贬值时的日本的对美出口额，之所以日元统计会低于美元统计，一般可理解为是由于日本的出口商品价格没有随着汇率的变化进行令人满意的调整，出口数量当然也低于美元坚挺时代的规模。日元升值攻势削弱了日本出口企业的竞争力，这是毫无疑问的。

而现在应该说更加重要的变化，是日本的对美贸易顺差的局面即使已经全面固定了下来，其内容则因商品种类的不同而大为不同，美国所需生活必需品的日本的对美出口反而得到了进一步的加强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本的对美出口商品可大致分为两大类:“传统商品”和“高技术、高性能商品”。

“传统商品”就是70年代以来,或是更早就开始的对美出口的商品,当然也不会是技术水平要求很高的商品。包括:

①一次性加工商品——化学制品、金属及金属制品、纤维及纺织品等;

②机械机器及汽车;

以及诸如此类的商品。

而“高技术、高性能商品”大类则是80年代以后进入日本对美出口商品行列的。例如:

③零部件——电子管、半导体等;

④机械机器——办公用机器及科学光学机器;

等等。

首先,1986年以后,日本的对美出口总量一直没有增加,这应该说是偶然的结局,日本对美出口商品类别的构成则告诉我们,两大类商品已经出现了相当的差距。“高技术、高性能商品”类在数量上大幅度增加,相反“传统商品”类的减少也是显著的。

事实上,以美元贬值为手段的调整效果,在减少日本传统的对美出口商品的出口数量方面更为显著。上述②的机械机器产品的对美出口额,以日本最终收入的日元计算,1985～1992年间减少了50%,以美元计算,也减少了10%。①的一次性加工商品以日元计减少了40%多,以美元计则有微小的增加。

这些足以令人明了的是,80年代以前的日本对美出口的支柱型商品,于1985年以后出口数量大幅度下降,而贸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易收支总体仍不平衡。于是“高技术”类商品，即③与④的各类商品的对美出口量大幅上升。这类商品的对美出口额，不仅以美元计算有大幅度的增加，以日元计算亦有很大增加。

③的具体内容是以记忆性功能(DRAM)为中心的半导体和彩色液晶显示装置(LCD)等，都是80年代以后出现的高技术产品的配件。而④中具有代表性的则是笔记本电脑、传真机、光学读取装置(Scanner)等，大约是在同一时期内问世的高技术的机器类商品。这些高技术的配件以及制品，美国国内的生产基础并不算雄厚，而这类商品的对美出口额，无论是以日元计还是以美元计都是增长的。当然人们首先看到的是数量增加的因素。另一个不可忽视的因素就是价格的下降给数量增加带来的刺激。

其中，属于“传统型”类别的②中的汽车，则地位特殊。作为单独的品目，日本汽车的对美出口额在日本的贸易顺差中占有很大比例，这是有目共睹的。

在一揽子协议中，美国要求增加购买日本汽车零部件的数量，被日本指责为“数值目标”式的要求，并以违反自由贸易为由加以拒绝。在日美有关交涉中甚至发生了美国中央情报局偷听事件(译注33)，成为所谓贸易战争的象征。

仅汽车一个品种在日本的对美出口总额中就占到1/4的份额，是日本的一项巨大的出口产业。而日本进口美国汽车的数量却极少，事实上是有往无来的。因此，汽车成为日美贸易摩擦象征性商品也就是由来已久的了。

于是，日本的汽车产业在80年代以后，为缓和日趋激烈的日美贸易摩擦、减少直接出口，纷纷实施了去美国当地建厂生产的战略。当时，日本汽车企业在美国当地的生产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被认为是可以替代从日本的直接出口。日本方面甚至期待通过这种方式在80年代末解决日美贸易的不平衡问题。可是，1985年以后的美元贬值使得这一愿望难以实现。设在美国的日本汽车企业虽然正式运转了起来，却与80年代后半期的美元贬值撞了车，使得日本进口车价格提高并带动了美元价格的上涨，同时日本的汽车出口企业还极力减少出口数量。

再从数量上验证一下我们的分析。日本汽车的对美出口数量(含商用车)，1986年为350万辆，是历史最高峰。之后逐年减少，1992年降到180万辆。这期间，日本汽车企业在美国当地生产的汽车产量由60万辆增加到了170万辆。如此，日本汽车的出口数量骤减，而出口额却由于出口价格的上升，以美元计1992年竟比1985年增加了将近20%。

这样，尽管日本在对美“传统型”出口商品领域积极调整汇率，但增加的却是80年代后期异军突起的“高技术型”出口商品的比重。

对于日美贸易产生不平衡的原因，美国方面一向持“日本异质论”和“日本结构性进口壁垒论”。他们认为造成日美间贸易不平衡的直接原因，在于出口方日本，而不在进口方美国。这种论点是明目张胆的偷梁换柱。

至少，人们在侧耳倾听这种论点时，是不可能忘记日本的传统型出口企业因日元升值蒙受的多种损失。难道日本国民会因为美国对日本提出要求时声嘶力竭，就去相信日本制造业运营健全吗？事实恰恰相反。日本制造业的胜者，仅限于高技术产业的少数品种，而多数传统型出口产业，终于对美国市场感到绝望，而不得不将自己的生产据点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转移到亚洲。有关这一现象，笔者在下面还有详述。

后来，日美间贸易不平衡。以美元计，在美国方面贸易收支赤字稳定在了570亿美元(1997年)，美国对日本的要求，也由于一揽子协议有了结果而销声匿迹。美国经济就此进入良好的局面。

无形的补贴

日本经济的难处暂且不说，美国经济却摆脱了1990～1991年的短时衰退，于1992年起开始恢复。1994年，美国经济以良好的企业业绩为基础，GDP增长率达到3.5%，发展速度加快，股票市场行情也持续走强。美国国内，企业经过经济困难时期的调整，经营基础得到改善，不依赖于任何国家的、独树一帜的信息通讯技术，将美国的经济送上了新一轮增长的轨道，这是纷纷扬扬地登载在《商业周刊》(例如1995年10月16日号)等美国报刊上的说法。

而相比之下在日本国内，有人却大肆宣扬，令人眩目的美国经济的复苏，是自由的市场经济的胜利，日本经济应该以美国为榜样，云云。比起美国，日本的风险投资机制相对落后，因此日本的风险投资企业难以发展，同时，企业的经营调整也十分落后。放宽管制之迟缓，在金融领域已达到极点……

既有切中要害的指责，也有不知所云的议论。但是如果被表面现象夺去注意力的话，必然会离问题的实质越来越远。在世界最大的债权国日本和最大的债务国美国之间发生的事情，竟然代表着完全不同的正反两方面的现象，这恐怕是只能以力学原理解释的反方向作用力了。在日本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险精神和国际互联网都不普及，理解上述力学原理的本质，前提是需要找到适当的途径。

美国经济自进入90年代后开始好转，其中较引人注目的是制造业活动的改善。最具说服力的数字就是美国《商业周刊》曾经刊登过的劳动生产率的统计。美国的劳动生产率(非农业部门)，1990年3月～1995年1月期间，平均每年增长2.2%，大大高于七八十年代的增长水平。工矿业生产的增加、单位劳动成本的稳定也非常显著，50年代的那个产业活跃的美国似乎又回来了。

美国恢复经济的关键措施是放宽金融的政策。美联储自1990年底开始下调官方利率，由下调前的7%降到了1992年中旬的3%。

堪称不寻常的大幅度放宽金融的目的当然是使美国经济摆脱困境，政治目的则是布什希望于1992年秋天的美国总统大选中再次当选美国总统。然而布什的目的没有实现，具有讽刺意义的是，民主党的克林顿当选美国总统。进入1993年后，美国经济开始从恢复期步入上升期。1993年美国GDP的增长率神速发展，第一季度实现1%后，逐季度上升，第四季度便上升到了7.5%，结果年平均增长率实现了3.1%。

大幅度的放宽金融的政策收到了显著的效果，美国国债的发行余额达到了47000亿美元(1993年底)，其中民间持有部分高达35000亿美元。而美国地方政府债的发行余额也达到了13000亿美元的规模，两级政府债总额合计为60000亿美元，几乎与GDP规模相等，这种“负债经济”的模式，使得美国的利率水平下降了一半。利率50%的下降幅度，使得各种债券的利率也随之下降。这意味着人们于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融缓和以前购入并持有的债券将因此升值，而升值部分又将给持有债券的银行等金融机构带来巨大的利润，或者以信托投资的方式恩惠于个人投资家。

当时，美国的银行尚深陷于以 S&L(储蓄信用合作社)问题为代表的房地产贷款等不良债权的苦恼中，而上述债券的增值收益成为他们解决不良债权、“改善体质”的资金来源。

同时，美国的下调利率政策还带动了股价的上升，同样给持有者带来效益，特别是推动企业扩大了发行时价。直接或间接地将资金投入股市的，是以各行业退休人员为主的社会群体。他们为了在低利率的环境下维持生计便要千方百计地使自己的货币财产增值。在这种情况下，美国股市上，道·琼斯工业平均指数由 1988 年的 2000 美元上升到了 1993 年底的 3500 美元。

美国经济被下调利率政策“点火”启动，而真正实现增长则是得助于美元的贬值。

80 年代后半期，美元汇率受“广场协议”的影响大幅度贬值，并一直持续到进入 90 年代以后。如上所述，美元对日元比价的下跌是影响最大的，但从美元对其主要贸易伙伴国货币比价的变动加权平衡后的实效汇率看，仅就美元 90 年代以后的变动而言，其下降率 1993 年约为 3%，1995 年秋约为 5%(国际经济协力开发机构统计)。实效汇率的变化，是直接影响一国制造行业生产活动的重要因素。

首先，前文提到的美国制造业各种指标的好转，不难想像是经过了以下的发展过程的。

美元的贬值带动了美国出口价格的上升，或者说促进了出口本身的发展。相反，美国的贸易伙伴国为了使贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户·零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入不致因美元贬值而减少，不得不提高出口商品的价格，无意中对美国进口其他国家商品形成了一种遏制作用，这首先刺激了美国工矿企业生产的上升。事实上，美国企业生产指数上升最明显的是工业用机械及设备、电气机械、运输用机器及配件三大类行业。这些行业的恢复和发展最切实地显示出美元贬值机制的作用。

美国工矿企业生产的上升，为美国劳动生产率的提高创造了良好的条件。企业的附加价值生产额是计算劳动生产率公式中的分子。在当时的美国，企业附加价值生产额的提高大都伴随着工矿企业生产的增加。而计算公式分母的劳动总时间减少，恐怕就是得益于企业的经营调整了。

劳动生产率÷名义工资＝单位劳动成本，因此劳动生产率的提高就会带来稳定的单位劳动成本。而单位劳动成本的稳定，又会稳定美国国民因企业经营调整而产生的不安心理，将成本的通货膨胀遏制在萌芽状态，抵消并限制了美元贬值所产生的进口商品价格上升的趋势。

实际上，进入90年代以后，美国工矿企业的这些似乎完全是通过自己的努力取得的成果，其背后正是美元贬值发挥了巨大的作用。对于美国来说，其国内外的经济活动都是通过美元运作的，美元的贬值成为美国企业“无形的补贴”，明显地润滑了美国经济的运转。

另外，根据1985年以后的美国经常收支赤字的累计数字看，美国对外净债务1995年末实际超过了10000亿美元，经常收支的赤字仍然处于不稳定状态，也就仍然需要运作资金。但是只要美国的对外债务是美元债务，即使继续增加，也会乘美元贬值之便，减少其对外价值。

由汇率变动带来的巨额“补贴”作用于美国的制造业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而制造企业的经营好转又作用于金融部门，二者间形成了良性循环。美国证券市场行情的上升于1994年以后开始加速，进入1997年后，道·琼斯平均指数达到了8200美元。如此，股票市场的飙升，促使资产效果带动起消费，较低的筹资成本刺激起企业进行固定资产投资等等，最终推动了美国制造行业的发展。

美元的贬值在美国股市行情的上升中起到了不可估量的作用。看一看哪些企业群体的股价上升幅度最大，便可以充分理解这一点。

以使用被称为SP500(译注34)的指数的股票为对象的INDEX(方向明确)型信托投资，在当时，较之用于中、小型规模股票的一般的信托投资形式，运营效果要好得多。华尔街人士认为，这应归功于美元的贬值：

"……理由之一，就是美元的贬值。尽管美元汇率最近稍有上升，但毕竟近三四年来美元汇率一直在下降。构成SP500的大企业比规模小的企业受汇率变动的影响面更大，于是，疲软的美元成为他们提高企业收益的跳板。"(华尔街投资分析家弗农·温特斯〈Vernon Winters〉语。见1996年10月20日《纽约时报》)

1993年以后，美国调整了已经实施了一段时间的放宽金融的政策。美联储与日本中央银行不同，没有实施如日本那样的与股价激烈冲突的紧缩银根的政策，而是利用政府削减财政赤字措施的效果，乘企业经营好转之机增加税收比例，使得美国政府的财政赤字，从1992财政年度的2900亿美元减少到1995财政年度的1640亿美元。进而，于1998财政年度，美国政府的财政收支终于扭亏为盈，人们甚至预测美国财政收支的顺差还将逐年扩大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国财政收支的相对的健全，并非得益于“里根政府经济政策的大幅度全面减税措施实施10年的效果”，而是美国充分利用了美元贬值的“补贴”效应的结果，至少应该成为“日本版里根式经济政策”主张的参考。

美元贬值诱发股市飙升的另一个机制是，为防止美元升值给本国经济带来冲击，各国中央银行不得不加强市场介入的力度，而主角的重任则毫无疑问地落到了日本银行肩上。但是，由政府在外汇市场上抛出日元购入美元，只能导致政府手中的美元更多地投向美国国债。

自1994年底到1996年8月的一年零八个月内，美国国民保有的国债减少了1000亿美元以上。相反，他们投向股票和信托投资的资金却增加了2000亿美元以上。这就说明，外国的中央银行购买了美国国民抛出的美国国债，是他们持有美国国债比例的上升导致了以上结果。

1985、1986年以后，外国中央银行为防止美元贬值的冲击而在汇率市场上购买美元的政府介入行为，使得外国人手中的美国国债持有比例一路上升。1996年8月底占美国国债发行余额（不含美国政府机构的持有部分）的30%，达到了10000亿美元。于是，由外国人持有的、堪与美国对外债务规模相匹敌的美国国债金额，全面抬升了美国股票市场，成为美国股价持续上升的结构性的动荡因素。

日本是高成本国吗

依仗美元的下跌，债务国美国的经济进入了良性循环的轨道，而债权国日本进入90年代以来所体验到的经济不景气，则是战后未曾尝过的苦果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本经济不景气的原因是复杂的，从解决燃眉之急角度讲，金融机构存在的不良债权问题被突出地提出，应该说是正确的。但过于片面地强调不良债权问题，无疑会妨碍人们正确地认识经济不景气的全貌。不良债权问题本身，就是“广场协议”以后日本为实现对美协调而下调利率政策的结果。虽然上面已经就此作过详细论述，但在这里还必须强调的是，美国的诱导日元升值的政策是造成日本经济“平成危机”最直接的罪魁祸首。

首先，我们看一看日本制造业的情况。随着泡沫经济的破灭和日元的升值，可以说美国经济振兴政策的所有负面影响都作用到了日本经济身上。就制造业而言，其基本变化轨迹可归纳如下：

日元升值→出口减少/进口增加→工矿企业生产下降→劳动生产率停滞→单位劳动成本上升。

同时，实效汇率造成的日元升值的程度要远远大于美元的贬值程度，其影响自然严重得多。与前面我们看到的美元的实效汇率相比，日元的实效汇率 1995 年比 1990 年上升了约 40%。这是由于，日本的主要贸易伙伴国美国在日本的对外贸易中所占的比例相当大，并且，1990 年以后日元的升值和美元的贬值不再同步发展，而是日元独步升值。

让我们在一系列指标中，看一看单位劳动生产成本的情况。

日本的单位劳动生产成本，1991～1995 年间，以本国货币（日元）计增长率（一般意义上的增长率）为 6%～7%，与美国相差不多。但是若以实效汇率计算，5 年间日本的单位劳动成本便有了非常大的上升幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本的单位劳动成本对外的大幅度上升，不仅会导致“产业空洞化”的过度发展，还会通过日元升值造成进口价格降低，进而带来通货紧缩压力，其间造成了巨大的矛盾。进口价格的降低带来通货紧缩压力的同时，还会造成日本国内企业与其海外企业间的价格竞争，而由此形成的实效汇率导致了单位劳动成本的上升，使得日本的制造业难以生存。这与已经进入良性循环的美国制造业的劳动成本稳定、通货膨胀的萌芽已被遏制的大好局面相比，有着天壤之别。

在这种局面下，日本盛行着一种将通货紧缩压力称为“高度竞争时代的价格破坏”，并要求日本的“高成本的经济结构”必须调整的论调。这种论调妨碍了人们从正面把握“日元升值通货紧缩”现象。这种论调的特点，是将现实的汇率水平当成了认识问题的基本条件，这种认识方法的妥当性是值得怀疑的。

有关汇率的标准的认识方法，一向是根据“购买力评价”的指标形成的。而若使用国际协力开发机构计算出的这一指标进行分析的话，日元汇率在 90 年代前半期，它不过是停留在了十分缓慢的升值水平而已。在这种本本主义式的分析下，对外交易中的日元升值单方面发展，1995 年夏发展到 1 美元＝80 日元的水平。这一实际情况与购买力评价(1995 年为 1 美元＝176 日元)之间竟有着两倍以上的差距。

“高成本”论者们对这种现象非但视而不见，还将许多现象都看作日本的问题、日本的责任，他们的这种姿态恰恰掩盖了事情的本来面目。日本确实存在着这样的现象，哪怕汇率保持在适当的水平，也还会残存着一些高成本的企

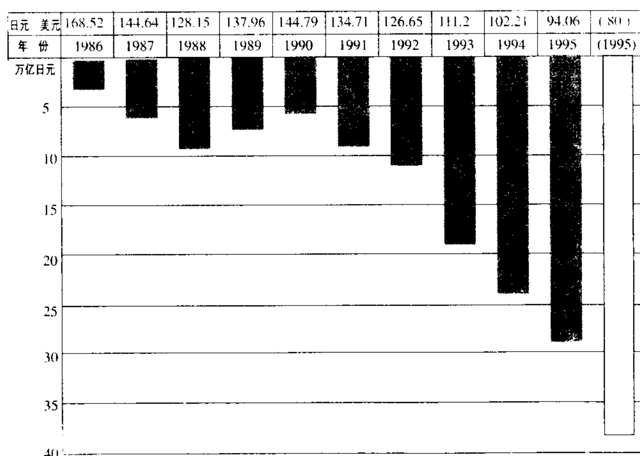
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业。可是,无论什么理由,都不应该抛开汇率因素大谈高成本的"结构问题"。

日元升值、美元贬值的汇率变动,最终意味着日美两国间收入的实质变化。这点在存量方面给日本经济带来的巨大副作用已是无需多说的了。日本所拥有的世界最大规模的对外净资产基本上都是美元资产,因此其价值结构是随着日元环境的低落(并且实质上低落幅度大于实效汇率的变化幅度)而大幅度贬值的。

日本的对美投资,在"广场协议"以后,一部分集中于大藏省为缓冲泡沫效益的发展而倡导的美国国债,而另一部分则集中于不易受到汇率变动影响的直接的实业投资中,并且稳步积累。这些都受到了平行发展的日元升值、美元贬值,特别是 90 年代以后的日元升值高峰的严重危害。

日本对外净资产的汇率差损



注:此表为笔者根据以下方式测算

①自 1981 年起的每年对外净资产净增,根据日元对美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年平均汇率换算为日元(成本)计。

②以这些日元(成本)对外净资产的净增累计算出每年(底)的“日元(成本)对外净资产余额(A)”。

③将对外净资产余额(以美元计),以每年日元对美元的年平均汇率换算为日元(B)。

④将B-A作为每年对外净资产的汇率差损。

资料来源:日本银行《国际收支统计月报》

以上图表展示了包括对美直接投资在内的日本美元资产的“受害状况”,并以日元换算出了1986年以后的日本对外净资产余额的年减少部分。这一统计希望告诉人们如下的事实:日本的对美投资,在“广场协议”以后确实有了增加,日本对外资产的锐减明显发生在90年代以后。

财政政策何故未能奏效

日本对外民间资产的贬值,成为泡沫经济崩溃后日本经济发生严重的通货紧缩的重要原因,但有一点被意外地忽略了,这就是汇率变动对经济对策的影响。

日本政府对日元的升值相继采取了以下大规模的治理政策。

·1992年	综合经济对策	预算10.7万亿日元
·1993年	新综合经济政策	预算13.2万亿日元
	紧急经济对策	预算6万亿日元
·1994年	综合经济对策	预算16.3万亿日元
·1995年	紧急日元升值经济对策	预算4.6万亿日元
	经济对策	预算14.2万亿日元

这些合计为65万亿日元,占GDP的10%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是，前前后后如此大规模的经济对策，结果日本的经济在整个90年代基本上却仍是零增长。财政政策为什么不能奏效呢？

自从1965年日本经济发生危机时政府采取了发行国债、加大公共投资刺激经济发展的扩张性财政政策以来，通过补充预算增加公共投资拉动经济发展的措施就成了日本标准的经济处方。同时，由于日本经济一次又一次地依靠这一处方克服了种种外部困难，这种政策的有效性似乎得到了验证。

问题是应该如何认识90年代以后的扩张性财政政策的效果。

长期以来，公共投资就是凯恩斯在其《一般理论》一书(1936年)中所说的，通过财政手段拉动经济发展的当然有效措施。因此90年代的公共投资政策的无效，就被许多人说成是凯恩斯政策的极限。

这种认识，与其说是误解不如说是有漏洞。首先必须强调的是，哪怕是凯恩斯本人对于货币被过于高估(如日元的过度升值)引发的经济危机，也是会提出其他相应的处方的。

第一次世界大战后的1925年，当英国打算以旧平价恢复曾一度放弃了的英镑金本位制时，遭到凯恩斯的坚决反对。恢复金本位制是第一次世界大战后英国试图恢复英镑的世界货币地位的尝试，但凯恩斯站在以经济景气为重的角度，反对恢复已经被废除了金本位制。英国最终在1931年，摆脱了金本位制的影子，下调了英镑汇率，终于迎来了令人乐观的前景。

瑞典经济学家伯特尔·奥林(Bertil Ohlin)在英国下调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英镑汇率数日后，收到了凯恩斯论述有关想法和做法的一封信。后来，奥林获得诺贝尔经济学奖(1977 年)。在获奖的纪念演讲中，他回忆起了这件事，同时指出，过高地估价货币，不仅会给被过高估价了货币的国家带来灾难，还会给世界经济带来恶劣影响(见《美国经济论坛》1993 年 12 月号)。

那么，日本 1992～1995 年的公共投资政策未能取得预期效果，其原因是否可以归纳为以下几点：

一般讲，当货币被过高估价引发经济不景气时，应该从正面采取的对策是调整政策，而不应该是扩张性的财政政策。自 1992 年初的“综合经济对策”开始，日本政府连续实施了六次经济对策，追加财政预算总额达 65 万亿日元。其中，“真正”被用于公共投资的只有一半，约为 33 万亿日元，而与经济不景气同病相怜的日元升值造成的日本对外净资产的汇率差损(即通货紧缩效应)则抵消掉了另一半(参见第 120 页图)。1992～1995 年间产生的汇率差损可列出如下数字：1995 年 4 月日元升值的高峰期以前约为 29.3 万亿日元，而 1995 年的平均汇率则上升到 20.6 万亿日元。当然，这一升值还仅仅是景气浮夸的效果。

1930 年时，英国还是靠发行英镑债发展起来的世界最大的债权国，坚挺的英镑保护着英国对外资产的价值及其收益价值。但是凯恩斯看重的却是英镑贬值造成的景气浮夸效果，特别重视的是英国出口企业的恢复，而不是债权国火热的一面。相比之下，今天的日本条件更加恶劣。在日元对外资产至今没有形成的情况下，“坚挺的日元”造成的生产成本的提高，不仅严重打击了动态的生产活动，在静态方面也造成了以对外净资产汇率差损为主要形式的经济停

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

滞现象和通货紧缩现象的发生。

在日元坚挺的情况下采取大规模的扩张性财政政策刺激经济，即所谓的“凯恩斯政策”，已经成为一种政策模式而被教条化，并以凯恩斯本人也不曾想像到态势发扬光大。

在日本政府对于“平成危机”一个又一个地采取紧急对策的时期，日本舆论的主流则是与美国舆论相呼应的“太少了，太慢了”的主张。

克林顿政府上台后，直到1995年的夏天都在为日元的升值推波助澜，同时又要对美国当然已经想像到的日本经济的不景气表示“担忧”，而日本却仍一心一意地在首脑会议上说明着自己的“万全的经济对策”以求得到“理解”。如果遵循着“日美公约”的精神执行日本的经济对策的话，无疑会面临财政的混乱。日本财政若出现问题，就会产生穆迪(Moodys)等美国的信用评级机构对日本国债信用级别降级的忧虑。

布什政府末期的日美结构协议，使得日本作出了扩大长期公共投资的承诺。这一做法还加强了日本的与公共工程相关的政府、官僚、企业等利益集团的势力。这些利益集团远离日元升值的危害，他们反而希望利用日元升值的机会诱导政府实施能够给自己带来利益的政策和公共投资。被过高估价的日元，还过度地推动了关系日本经济之将来的高技术产业向海外的转移。日本国内形成这些产业的空洞化的同时，还促成了“土建国家化”。可以说这就是日本产业结构的退化现象。

凯恩斯所说的纠正高估货币策略，在日本是否从未有过呢？

我们总是反复地看到，美国政策当局者轻描淡写的几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句口头干预，往往就会形成一种潜在条件难以说明的、幅度很大的日美汇率的动荡。相反，日本银行积极而认真的干预又总是发挥着往烧热了的石头上泼水般的作用。此中经历使我们认识到，日本经济对策之王道使日本很难自行保持日元汇率的适当水平。

当然，有效的纠正日元汇率对策也不能说一点没有。

本章论述了1990～1995年的日美经济再逆转的过程，分析了美国一贯追求的日元升值、美元贬值政策给我们带来的冲击，这里我们也可以小结如下：

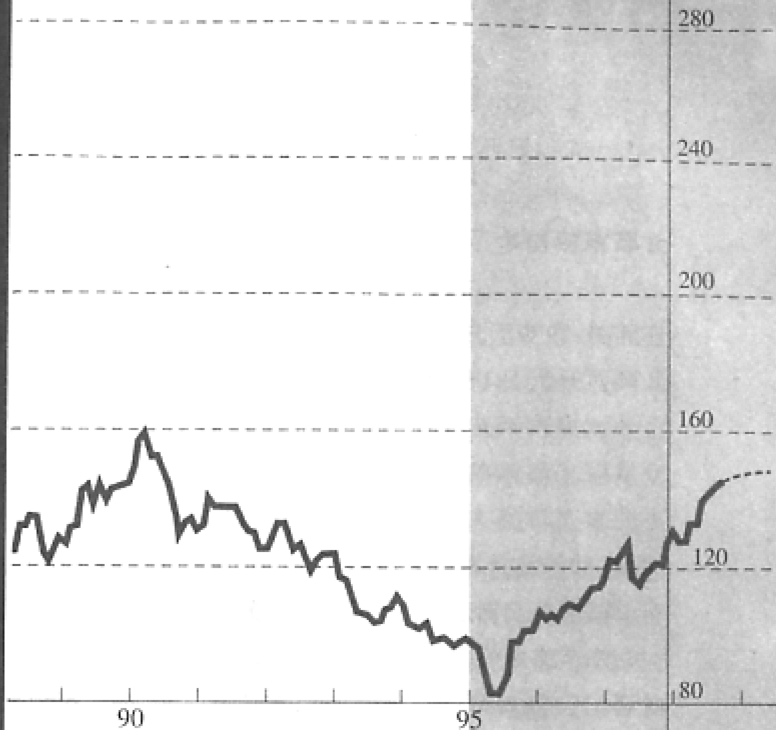
如果日本政府尽早完善日元的投资环境的话，情况又会是如何呢？如果能形成巨大的日元对美元资产，即便是美国，也无法毫无顾忌地实施扩大其美元债务的日元升值政策。

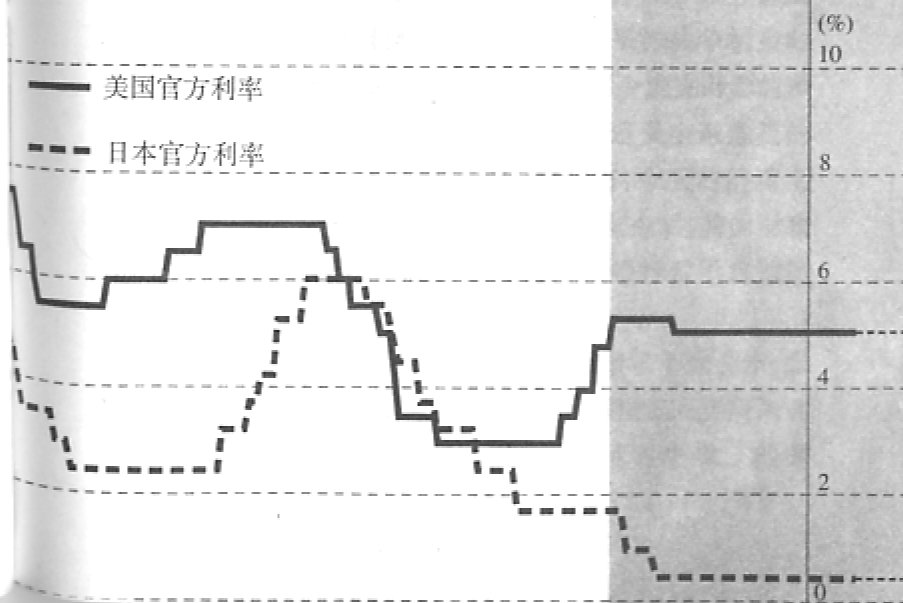
但是，日本的政策当局者们引经据典地丧失了70年代末到80年代初的、不可多得的大好时机。1995年以后，美国经济“一枝独秀”，日本的经济却过起了战后金融战败的凄凉光景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 金融战败殃及亚洲

1995～





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一张照片

美国《经济周刊》1998年6月号报道了多国财政部长会议就日本经济问题进行磋商的有关情况。

日元与美元的关系自1995年起转入日元贬值、美元升值的局面。1998年春，日元从1美元兑130日元狂泻到几近150日元的境地，日本政府不得不时隔三年再次对外汇市场进行协调干预。对这次干预，日本政府表面上冠冕堂皇的解释是，日元如过度贬值会造成中国人民币汇率的下跌，并引发新一轮的亚洲金融危机以至世界性的经济恐慌。然而，正如许多日本国民知道的那样，实际情况是美国担心日元的过度贬值会带动日本投资家持有的华尔街金融企业股票价格下跌，于是在日本政府请求召开会议进行国际协调时，美国响应了日本的请求的同时，还将诸如要日本永久减税等许多要求作为附加条件拿到了会议上。

该杂志出版特辑专题报道会议情况，并在6月号封面上醒目地刊登了极具刺激性的画面，即太平洋战争结束时日本昭和天皇裕仁会见美国太平洋舰队司令麦克阿瑟的照片。同时该杂志载文说明，如今的日本与遭受金融危机的亚洲各国一样，在经济上处于被占领状态，今天的萨莫斯(Lawrence Summers)就是当年的麦克阿瑟，今后，美国财政部将如当年的盟军司令部一样，将日本的银行置于自己严格监督之下。

克林顿政府短暂的日元升值攻势，持续了不到三年，日美两国间的货币关系就已经急剧逆转。缓慢流入美国的日本资金，再度呈激增之势，美国以此填补了经常收支的赤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

字,并用剩余资金大举进行海外投资,重现了80年代的辉煌。

让我们回顾一下克林顿政府实施日元升值攻势的历程。

在外汇市场上,1995年以后,克林顿政府仍然继续保持对日挑战的态势。美方继续要求日方增加美国产汽车零部件的进口,对此,日方依然以“不能接受数额指标”为由加以拒绝。于是美国贸易代表以6月底为“谈判期限”,威胁说5月份将根据美国贸易法第三〇一条款实行制裁。美国对从日本进口的美国高级轿车课征100%的禁止性关税,这对日本的汽车制造商是个很大的打击。驻日本的外国经济学者如同是克林顿政府的代言人,说什么“如日本不接受数额指标要求,就实施惩罚性汇率”。

在这种情况下,日元比价飞涨,1995年初仅为1美元兑100日元左右,但进入4月便突破了80日元。在这种环境下,有很强竞争实力的丰田公司和索尼公司尚可勉强保持盈利,其他一般性企业就很难应付了。甚至还一度有风传说,美国已定好了下一个汇率目标,是1美元兑50日元。然而当时的这些评论忽视了美元对联邦德国马克的比价也在下跌,美元已经处于全面贬值之势。

于是,局势开始急转直下。1995年4月,七国首脑会议发表声明说“希望有秩序地扭转外汇市场的变化”,据此,各国开始对外汇市场进行协调干预。8月,榊原英贺(时任大藏省金融局长)与劳伦斯·萨莫斯(时任美国财政部副部长)携手采取日美联合行动,再次对外汇市场进行了大规模的干预。9月份汇率恢复到1美元兑100日元的水平。之后,美元一路看涨,1997年超过了120日元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

局势骤变的背后，发生了这样几件事。

一个是美国以对日贸易要挟为王牌，迫使日元升值。1995年伊始，在克林顿政府内部，贸易强硬派事实上开始向重视金融/市场派转变。同年1月，一向对金融市场态度冷峻生硬的美国财政部长劳伊德·本特森(Lloyd Bentsen)被出身于华尔街(高盛·萨克斯证券公司 Goldman Sachs secured)的罗伯特·鲁宾(Robert E. Ruben)取代，鲁宾由此坐上了财长的交椅。

鲁宾不愧是华尔街出身，上任做的第一件事就是调动出500亿美元的资金支持墨西哥的金融政策。自1982年起经过了10余年时间，墨西哥于1994年4月再度爆发波浪状的资本外逃现象，墨西哥比索和证券市场持续暴跌。美国考虑到与墨西哥的“特殊关系”，加之放任墨西哥金融形势的恶化会使美国面临卷入其中的危险，因此，从窘迫的财政中挤出100亿美元，又命令国际货币基金组织拿出100亿美元，等等，终于拼凑出了支援政策。这种局面要求美元保持坚挺。

另一个在骤变局势的背后起过主要作用的因素是，科威特和沙特阿拉伯等产油国的动向使得美国改变了其货币政策，让美元必须保持相对的坚挺。同样与美国有着“特殊关系”的这些君主制产油国终于无法忍受美元的暴跌，大有摆脱石油交易以美元计价的趋势。

由此可见，美元的信用危机对于美国是致命的危险，除保持美元的相对坚挺之外，美国别无选择。鲁宾就任财政部长之际曾明言，关于汇率，发言权只在自己一身，以此牵制贸易强硬派，同时为与美联储主席格林斯潘建立相互信赖关系，于每周四单独与其共进早餐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于日美汽车协议，鉴于以丰田汽车公司为主的日本的汽车制造商们，致力于扩大自己在美国的汽车生产，也就得到了美国对日本的这一“自主计划”给予的好评。问题好歹算是解决了，美国对日本进一步施加压力的理由不再充分。在这种形势下，贸易强硬派的动力无可奈何地遭到相对的削弱，结果，甘塔未能加入第二届克林顿政府。

延续了10年之久的日元升值时代终于结束了。日元的相对贬值使日本人持有的美元资产的价值有了一些恢复，日本的出口企业或许也多少增强了一些竞争力。然而，日元的贬值对日本国内的消费疲软非但没有发挥什么有效的作用，相反，给拥有巨额不良债权、且在长年日元升值攻势中被大大消耗了体力的日本经济，造成了引发股价下跌的恶性循环。

异常的低利率

1998年6月的多国财长会议有意将日本经济的表现纳入了议题，这本身就是个很大的问题。

关于以日元贬值/股价下跌为特点的“平成危机”上演的第二幕，就其结构和处方来看，在日本大致可以听到以下说法：

90年代后期的经济不景气，亦被称做“桥本紧缩”（译注34）。1997年，桥本内阁将消费税由3%上调为5%，并废除了特别减税政策，进而增加了医疗费用中由患者负担的部分。这一重建财政政策的贯彻，等于给日本国民增加了9万亿日元的负担，这是形成不景气的最主要的原因。以1997年为例，日本经济的实际增长率是负0.7%，加上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不良资产滞留带来的金融不稳定因素等，使日本经济的信用受到怀疑。在这种情况下，政策处方本应是，为扩大内需、实现经济的稳定增长而实施减税，同时彻底清理不良债权……

日本政府似乎也认同这种说法，不仅承诺将 9 万亿日元归还于民，还追加了 16 万亿日元的公共投资预算，甚至将永久减税也纳入了政策的视野。据说，在日本与美国携手对汇率市场进行协调干预之前，美国财政部副部长萨莫斯提示给日本大藏省财务官榊原的“条件”，与日本政府所采取的措施竟然是同一处方。

然而，日本的股票市场对政府采取的 16 万亿的扩张性财政政策没有反应，这足以说明欲以减税刺激经济回升、遏制股价下跌/日元贬值之恶性循环的预测分析是毫无根据的。如果以此类景气对策来刺激股票市场的反应，那么至少需要 30 万亿到 50 万亿日元的非正常的超大规模资金。且不说这一规模就日本财政而言是否可能，即使财政条件允许实施这样的政策，其给国家财政造成的巨额赤字，也势必导致美国的债券信誉评级机构对市场宣布给日本国债降级。

实际上，90 年代后期“平成危机”第二幕的严重性之所以愈演愈烈，主要原因就在于持续了 3 年之久的官方利率为0.5％的超常的低利率政策。1995 年 9 月，日本银行将官方利率下调到 0.5％时，充满了要对长期以来日元过度升值采取紧急避难措施的色彩。而在那之后，当日元出现过度贬值问题，需要上调利率予以纠正时，却看不到日本政府及时地落实有关措施了。

从国民经济角度测算，日本 1995 年起实施的低利率政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策，使得日本财政每年大约减少10万亿日元的利息收入。而政府少收入的这部分利息原本应该为刺激日本的消费发挥作用，实际上却仅仅使GDP下降了两个百分点。日本国民对消费的漠然态度简直令人莫名其妙。

更重要的是，由于官方利率过低，长期债券的收益率只有1.1%，收益的不合理迫使日本的国内资本不得不转向国外。于是，卖出日元买进美元——日本国内资金为逃避低利率而流向海外，这就是日元贬值的背景。

这一切说明，只有使利率正常化才是从困境中解救日元贬值、以至经济的长期不景气的最有效的处方。

为什么日本的超常的低利率政策被长期搁置不管？并非是日本的政策当局要刻意遵循教科书所示的传统的经济对策，而是他们必须解救陷于不良债权困境的银行等金融机构。这一点是世人有目共睹的，那么，我们也就有必要同时关注以下几点：

日美财政当局负责人的磋商，根本没有涉及日本的利率政策。从80年代后期的国际"政策协调"的实际情况中可以了解到，对于美国而言，日本转向高利率政策当然是值得欢迎的。

80年代日美两国面临的内外利率差问题尽管形式上相同，但日本曾面临的此类问题却与美国本质不同。1995年以后，美国国债对于日本来说已经成为卖方市场，这一事实明白无误地表明，日美经济的再次逆转已成定局。不知不觉中，陷入经济不景气的债权大国日本，被重新纳入了债务大国美国的资金循环的轨道中，也许这是日本为自己采取的低利率政策付出的代价……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新“帝国循环”时代

现在让我们看一看美国的对外资金收支的变化过程。

从1995年起围绕着美国运转的资金动向，一直呈扩大之势。1995年流入美国的外资总额(4250亿美元)比上年增加1400亿美元，仅增加的这部分就足以弥补美国全年的经常收支赤字。尤其引人注目的是，1995年第二、第三季度流入美国的外资中，外国政府资金大幅度增加，领衔的角色正是日本银行。在严酷的日元升值攻势中，日本的中央银行以大规模买入美元进行市场干预，并用买入的美元购买美国国债，不想招致的结果却是美国股市的上扬。多么具有讽刺意味。

1996年流入美国的外资(5480亿美元)比1995年又增加了1000亿美元。日本的政府资金、民间资金大量购买美国财政部证券，加之直接投资、股票投资等各种方式，美国吸收的外资规模更加扩大。正是在这种背景下，美国才得以在其对外直接投资、证券投资等方面保证足够的资金供给。

进入1997年后，外资流入美国的速度进一步加快。与此平行，美国对外资金的放出也在提速。1997年流入美国的外资为6900亿美元，比上年约增加1400亿美元。这次，唱主角的已不再是日本的政府机构，而变成了那些在国内低利率政策中苦苦挣扎的日本民间资金，他们大肆购买美国财政部发行的证券和股票。

美国放出资金的最明显标志是，美国银行的贷款规模比上年增加了50%以上，对外直接投资也随之增加。由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国内股票热的吸引，美国的对外证券投资在这一年反而骤减。

持续背负世界最大经常收支赤字的国家美国，靠着日本自杀般的低利率政策的帮助，吸引来了远远大于自身赤字的外国资金，并以此作为其大规模海外投资的资金来源。美国重新登上"帝国"宝座，成为世界资金周转的中心。起码在形式上，发源于日本的美元升值使80年代前半期曾风云一时的"帝国循环"卷土重来。

日美两国长期利率差在1996年到1997年期间扩大到了5%（美国为7%、日本为2%），正是这一事实成为形成新"帝国循环"的基本条件。

80年代前半期，日本资金对汇率差损尚经验不足，他们为日本国内外利差所诱惑，雪崩般地杀进了美元世界。到了80年代后期，尽管"广场协议"使日本人的美元资产损失惨重，但由于泡沫效益的缓冲作用以及日本政府政策导向的压力，日本资金继续流入美国。不久，日本低利率的产儿——前所未有的泡沫经济破灭，协调利率的紧箍咒失去效力，资金的循环有了一时的停顿。就在此时，日本政府为挽救银行出困境再次实施低利率政策，并转向美国克林顿政府的美元升值政策。在这种背景下，日本资金反而加速流向美国。

汇率风险影响下的社会养老资金

1996年日本整个的资本收支结果表明，由于日本的银行为适应国际结算银行的规则压缩了海外资产，流向海外的资金仅比上年增加了33500亿日元，对外净资金供给额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呈进一步减少之势。可是，仅以债券为主的日本对外证券投资的净增量部分，就达到了45100亿日元，而1998年仅1～3月份就达到了35700亿日元，这一数字与日本的经常收支顺差规模大致相等。这说明日本实施超低利率的政策，使得日本的机构投资家们在国内找不到合适的投资对象，为了生存被迫重新投资于美国的债券。

不仅是日本的机构投资家，日本的个人投资家受超低利率政策的影响，也将资金转而投向了外国债券。银行因拥有不良债权，需要通过前所未有的低利率维持高收益。而那些依靠养老金生活的人们，本来他们的积蓄是可以在国内得到利息收入的，低利率政策使得他们的这部分收入变成了银行的效益，为了今后的生活，他们不得不拿自己有限的金融资产去冒汇率风险。具有双重货币性质的货币形成了“新金融商品”热，使得传统的以日元结算的对外资金供给渠道难以确保，这成为日本资本市场的一大特征。

逆转了的太平洋共荣圈

人们可以清楚地看到，新旧帝国循环的基本模式尽管相同，但此时资本的流入方和流出方的立场已经发生了逆转。

第一，尽管国际政治学家把80年代前半期“日美共同幻想”的时代，划为日本的“太平洋共荣圈”生成时代，但在由日本资本的投入而建立起的这一共荣圈中，掌握着共荣圈货币的美国却拥有着变动汇率的主动权。由此，形成了主客之间的逆转。

第二，引人注目的是，在新帝国循环中，美元升值与股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价升值两相呼应,交错发展。以道·琼斯工业平均指数看,1994年为3790美元,1997年为7400美元(各年平均值),1998年6月则达9300美元。之后,由于亚洲和俄罗斯的金融危机,日元贬值、动荡不安,而道·琼斯工业平均指数却愈发飙升。在旧“帝国循环”中,坚挺的美元就是“强大的美国的象征”,而在新“帝国循环”中,则被明确且有意识地用于诱导股市抬升,恐怕这才是出身于世界最大证券公司的美国财政部长鲁宾的真正用意。因为里根政府奉行意识形态优先的政策,某种意义上自然很难摆脱政策的局限而表现正常。

同时,经济的繁荣进一步加强了美国这个国家消费过剩的特点(这期间,美国的个人储蓄率已下降到2%以下),财政赤字消失,而经常收支赤字继续扩大,1994、1995、1996年平均约为1500亿美元,1997年达到1700亿美元。但是,由于流入美国的外资规模连年扩大,美国可用于其对外投资的多余资金也比旧“帝国循环”时代有了大幅增加。

亚洲被卷入其中

“帝国循环”新、旧时代之分的另一特点是,随着其循环规模的扩大,日本和亚洲也被卷了进去。

首先必须指出,90年代前期,是亚洲的资金支撑了美国经济的发展,这是历史事实。1993年,马来西亚、印度等国的中央银行开始购买美国国债,并且取代了已经减少了的日本资金在美国外资中的主力地位。90年代中期开始,中国也引人注目地拥有了美国国债,并在短短两年时间内使购买金额成倍增长,1996年9月达到了430亿美元,拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有额仅次于日本、英国、德国、荷属安的列斯群岛，居第五位。1997年7月以后，再合计上香港拥有美国国债的金额（同期为260亿美元）。在美国国债的持有国中，中国的存在愈加鲜明。

其次，特别是1995年以后，流入美国的外资抵消掉其经常收支赤字后的多余部分开始大规模地还流到亚洲，于是“帝国循环”体系中又增加了亚洲。

1997年夏季，泰国铢暴跌引发了“亚洲金融危机”。正是这个新“帝国循环”促成了亚洲地区泡沫经济的骤然崩溃。亚洲的经济危机严重地危害了亚洲经济。在这个过程中，在日元异常坚挺时代极为被动地发展起来的日本经济，便首当其冲地成为挨打的出头鸟。

亚洲各国经济的破产，对于日本来说，并不是可以隔岸观火的轻松事，而恰恰是对于日本经济本身的严重打击。

泡沫经济崩溃以后，日本的直接投资中，占比例最大的制造业的投资曾出现暂时的锐减之势。尽管随后即被遏制，但日本直接投资的最主要对象仍是亚洲。

与美国的跨国公司相同，1985年以后，日本的生产性企业将厂点转移到亚洲国家的现象呈增势。同样是投资于亚洲，特点却相差悬殊。日本的企业是为了逃避日元升值的压力，被迫寻找低廉的劳动成本，而美国则是为了摆脱国内储蓄不足造成资本成本增加和劳动力素质水平过低等带来的烦恼。

当然，日本生产厂点的转移方式各有不同。有的是对亚洲进行直接投资，以利完善和扩大其全球化的生产网络；而对于那些依赖外来资源的企业，惟一的原因是，只有直接投资于亚洲，才能在日元过度升值的环境下“降低生产成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本”。这就意味着，只要他们认为汇率水平能够承受，就会尽可能地停止他们在日本国内的生产(所谓“过度”，在这种情况下就成为衡量汇率是否过于偏离购买力评价水平的客观标准)。有关日本加工制造业的空洞化的争论就是在这一背景下形成的。

据日本通产省(译注 36)调查，日本企业国外生产部分在整个生产中所占的比例，在 1986 年的 3.2%的基础上逐渐上升。有人推测该比例 1995 年达到了 10%的高水平。

那么，其中，日本企业对亚洲国家的直接投资又有多大规模的余额呢？对此，尚没有统一的标准统计数字。将 1984～1987 年的统计数字粗略合计，便可以得出，日本企业 1994、1995 年两年间，对 7 个亚洲国家和地区的直接投资累计为 530 亿美元，大大高于同一时期美国对该地区的 370 亿美元的直接投资额。特别是泰国、印度尼西亚、马来西亚，无论是其吸收外资的规模，还是其在上述亚洲国家吸收外资总额中所占的比例方面，都令人实实在在地感觉到日本的分量。当然，日本的银行也以这些国家为中心加大了对亚洲国家的融资规模，于是形成了日本企业、日本经济在海外的前沿阵地。日本长驱直入亚洲，面临的比日元升值更严重的问题是，对于进入亚洲的投资大军，日本经济的补给线已经延伸到了极限，而且就是这样的补给线也已经散了架子。

对冲基金意欲何为

把亚洲经济推到破产的深渊的金融危机是怎样的来龙去脉？这得从危机的发源地泰国说起。1995 年 5 月，泰国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铢开始下跌。由于亚洲四个国家和地区的中央银行以买进泰铢介入市场,泰铢得以暂时回升,但到6月底,跌势再次加速。7月,泰铢改为浮动汇率,之后,再未能遏制住狂泻。不久,马来西亚、菲律宾、印度尼西亚等东盟国家的货币在连锁反应的压力下也开始下跌。此次亚洲的货币动荡,是与过去的墨西哥货币危机相似呢,还是新兴工业国家市场特有的连锁反应呢?

表面上确是似曾相识,但本质问题及危机发生的背景则根本不同。

"危机"之前的泰国经济,1996年的GDP增长率是6.6%,虽比上年多少有些下降,但决不是低速度。这中间,建设过热遗留的房地产业不景气问题日见突出,亚洲各国首都写字楼的闲置率都在上升。但是,若想说明引发经济危机的起因,还应该举出泰国经济运行指标的令人震惊的变化。

泰国的经常收支赤字的确在增长,但1997年5月抛售泰铢风潮袭来时,当年一季度的经常收支中赤字幅度较上年已经有了大幅度的压缩。泰国和马来西亚等东盟各国的经常收支,一般均为高投资大于高储蓄现象所致,但与经常收支同样为赤字国的低储蓄、低投资模式的墨西哥相比,在结构上是不相同的。诚然,泰国经常收支赤字在GDP中占到8%,从数字上看,与1994年墨西哥金融危机时是相同水平。

这种环境等于给了诸如美国对冲基金(Hedge Fund,译注37)等投机商们一个倒卖泰铢的机会。但美国资本并没有像当年在墨西哥那样,施行大举外逃、回流本国的措施。包括泰国在内的亚洲金融市场的贷款环境很好,资金很稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定。亚洲金融市场没有机构投资家,债券市场不完善,企业较习惯、也愿意使用利率较低的银行贷款。日本的银行对亚洲国家的贷款规模约达1200亿美元,约占日本全部海外贷款的70%,其中对泰国的贷款(380亿美元)以国别计是最多的,约占泰国接受的国外贷款总额的一半。

日本的银行向泰国大规模贷款,当然是为了那些在泰国的日本企业的生存。正是日本和泰国之间这种紧密的经济关系,促使泰国政府在泰铢暴跌之际,为采取防卫性的市场介入措施而动用外汇储备时,考虑的并不是国际货币基金组织贷款,而是想依靠日本的资金流入摆脱困境、渡过难关。

以上是泰国发生金融危机的大致过程。对于这次危机,从国际金融经济现状的角度该作如何评价?起码涉及以下三点:

首先是泰铢贬值是否有其必然性。从以上情况看,泰铢的贬值不能说没有定因,但也不能说“发生了应该发生的事”。反过来可说,对冲基金的投机活动是相当有选择性的。例如,美国信息资源公司(Data Resource)以“全球风险服务”名义,曾经为有可能于1997年货币贬值25%以上的国家排队。具体方法是,首先分析该国经常收支赤字的幅度和外汇储备等经济要素,再加入政治因素。结果危险性最大、排名第一的是巴西,但巴西在这一年并没有受到投机活动的骚扰。

其次,国际对冲基金投机于泰国的目的何在。东盟国家不顾美国的反对,接纳了缅甸的加盟。于是东盟国家认为投资基金骚扰泰国是出于美国对他们的政治报复,对此我们尚无法断言。当然,对冲基金的目的就是谋取利润,但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是从这次金融危机的现状看,很难否认对冲基金活动的背后没有其他目的。

第三点需要指出的是,发生在亚洲的动荡极有可能是美国对冲基金针对“欧元诞生”展开的前哨战,暴露出美国并不希望欧元诞生的意图。有分析说,对冲基金企图扰乱欧元诞生的步伐,并极有可能染指比如意大利里拉的炒卖。因为随着欧元的出现,一直以欧洲各国货币的浮动为“赢利热点”的美国对冲基金,将失去或大幅减少可以投机的机会。于是,美国对冲基金的矛头直指已经区域化的日元及其他亚洲货币,因为这些货币当时对于对冲基金而言,是世界上所剩不多的“投机热点”。由此,欧洲各国全部得以享受货币的稳定,而亚洲各国却取而代之地承担起了货币的浮动风险。

财政部—华尔街复合体

如果重新回到以美国为中心的资金循环的轨迹中,去捕捉亚洲金融危机所孕育的问题的话,不难看到一个极具讽刺意味的现象,即来自日本的资金竟是经由美国流向亚洲的,并因此使亚洲国家的货币供给量膨胀,进而导致了“危机”。

对于美国投机基金本身,只要去打击日本最大的贷款对象国,他们就可以进一步利用日本的超低利率,调剂投机资金。据传,美国著名的投机家乔治·索罗斯也曾向日本开发银行寻求过融资。

更重要的是美国的政治力量对投机家们进行支援的过程。1997 年春,美国的投机基金开始行动,当他们开始抛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售泰铢时,泰国政府采取了取缔泰铢空头交易的对策。投机基金为了维持自己的泰铢炒卖,不得不高价买进泰铢。对于泰国政府保护性的市场干预措施,美国财政部长鲁宾竟大肆指责为违反市场原理。

与亚洲金融危机有关的另一件事,是关于亚洲式的资本主义伙伴问题,在以美国媒体为主的各国新闻界的报道中被大大夸大了。可是,值得注意的是,这种特殊的亚洲式的资本主义模式和1997年的亚洲经济危机之间,并没有什么直接的关系。

将亚洲金融危机的原因,归结为这一地区原有的社会经济体制,无疑是十分牵强附会的论调。倒是美国财政部长鲁宾的华尔街式的市场观夸大其词的说法,即现代资本移动中存在的问题,才是最值得注意和分析的。

据德国银行的资料分析表明,1996年,流入东盟四国和韩国的民间资金总额为930亿美元。但到第二年,1997年即逆转为流出120亿美元。这一变化产生的差额,相当于上述五国GDP的10%。而且,资金如此急剧地流入流出,哪个国家也很难保护自己的经济体制。近20年来,在金融经济的进程中,投机性基金的特点之一就是其行动极易毁掉一个国家的经济。如此说来,将这种资金化敌为友恐怕会成为今后各国经济战略中备受重视的环节。

实际上,亚洲金融危机的教训并未到此为止,国际货币基金组织本身是以美元为基础体制而发挥着作用的,这是不可否认的事实。对于泰国的金融危机,美国财政部长鲁宾所采取的态度是,将泰国的经济最终置于国际货币基金组织的管辖之下。

美国哥伦比亚大学的国际经济学家杰迪斯·巴古沃提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Jagdish Bhagwati)在《海外事件》(Foreign Affaris)1998年5月、6月号载文批评说，过去艾森豪威尔政府曾警告过的"军事产业复合体"已经被现在的"财政部—华尔街复合体"在国际金融领域取代。种种迹象表明，这些所见略同的精英们，玩弄着从华尔街到美国财政部、国务院以及国际货币基金组织、世界银行等国际机构的主要职位，大力推行着华尔街标准。

1997年亚洲金融危机爆发时，泰国、韩国被国际货币基金组织收归帐下，而在其压力下，印度尼西亚的苏哈托长期政权倒了台。

另外，美国资本在东亚和东南亚各国以"谷底价"大肆收购当地资本，包括移动电话在内的信息通讯行业、建筑行业、房地产业等行业将被纳入新来的美国资本的控制。1998年上半年，非亚洲企业对亚洲(包括日本在内的六个国家和地区)企业的收购规模达到120亿美元，比上年高出3.5倍(据美国信息资源公司"安全保障资料"〈Security's Data〉统计)。

亚洲有关国家经济的破产意味着，逃避日元升值打击的行为促成了日本经济疆域的崩溃。正如《……论坛》刊载的照片所示，日本与亚洲各国一样，都必须在美国的控制下恢复经济，至少美国是这样认识的。

日本为什么必须面对这样的现实呢？日本为了抵抗日元的升值而采取了守势，对亚洲的投资本来是可以培育出形成日元圈的一些基本条件。但是，由于亚洲经济实际是处于美元圈，所以，日本对亚洲国家的投资反而使日本的经济更深地陷入了美元圈中。

这里人们不难记起，早在80年代，马来西亚的马哈蒂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔总理提倡的“东亚经济合作体”（译注 38）构想。这个构想当时因显示出亚洲日元经济圈的前景而引人注目。如果这个构想变为现实，则 1997 年的金融危机就是可以避免的，日本和亚洲各国也就可以共同享受以日元为基础的、稳定的投融资的种种好处。同时，以日元经济圈为依托，日本还可以相对稳定日元汇率。如此，作为世界上最大的债权国，日本原本是可以继续自己的对外投资的。

然而，这里虽无法详述整个过程，但可以说马哈蒂尔总理的构想因使日本遭到东盟和美国的挟持而受挫。日元经济圈的出笼事关美国的生死存亡，利害重大，因此宫泽首相在贝克国务卿的强硬压力下终于放弃了日元经济圈的梦想。美国的一贯主张是，“东亚经济合作体”只能将太平洋一分为二，而亚洲太平洋经济合作部长会议（译注 39）才是符合双方利益的。亚洲太平洋经济合作部长会议本来是日本通产省与澳大利亚合作设立的，但已经受制于美国了。

日本金融战败的轨迹

1981　日本生命保险公司等开始大举购买美国国债

1985　“广场协议”出台（9 月）
　　　美国沦为债务国

1986　日本银行将官方贴现率下调 2.5%
　　　卢浮宫协议出台（2 月）

1988　宣布实施国际决算银行管制（7 月）

1989　日本银行终于修正超低利率（5 月）
　　　日经平均指数达到 38900 日元的高峰（12 月）

1990　东京股市开始暴跌（1 月）
　　　日美结构协议正式实施
　　　日本银行继续上调官方贴现率
　　　日本政府开始实施房地产投资总量控制（4 月）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出台控制日元升值和经济滑坡的财政政策(至 1995 年，前后 6 次，总规模为 65 万亿日元)

1991 克林顿政府成立，随即言及日元的强势(4 月)

1995 日美汽车协议(谈判期限为 6 月底)
汇率升至 1 美元兑 80 日元的新高(4 月)
美国穆迪企业信用评级公司发表为日本的银行评定的财务信用级别(8 月)。夏季以后，美元反弹

1997 纽约股市道·琼斯指数升至 8260 美元
亚洲爆发金融危机(11 月)
亚洲三国进入 IMF 管理体制
日产生命公司、北海道拓殖银行、山一证券公司等日本大公司相继破产

1998 日经平均指数达 15000 日元(1 月)
为稳定金融市场，日本政府决定投入 30 万亿日元(3 月)
美国穆迪公司改变了对日本国债信用水平的预测(4 月)。日元汇率贬值幅度接近 1 美元兑 150 日元水平
日美协调干预市场(6 月)
桥本内阁解散，小渊内阁诞生(7 月)

货币与政治的关系

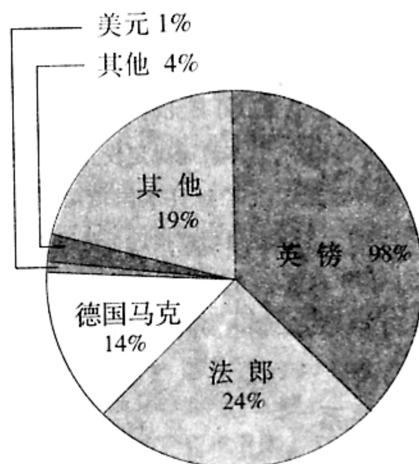
经济与政治——读到这里，读者们肯定已经感觉到，开始于 80 年代的日美两国间的贸易、金融关系具有战后两国间的浓厚的政治色彩。实际上，政治与经济相互深深地交织着，从而形成了现代的国家间关系。其中，货币问题直接左右着该国的霸权，因此经常被作为政治手段。

下图所显示的是，1913 年时，世界各主要国家外汇储备中各国货币所占的比例。从历史角度看，虽然第一次世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界大战前的时代是英镑的时代，但实际上法郎和马克迅猛直追，当时已经成为世界主要资本输出国。只是法国不过是为了表现其远交近攻政策而对俄罗斯大量投资，问题倒是德国马克的急剧发展。德国当时采取了明确的扩大马克圈的政策。有人曾分析，如果没有第一次世界大战，德国马克将取代英镑，或许到 30 年代时就会成为支配欧洲的货币。而第一次世界大战，基本上也是英国和德国争夺世界核心货币宝座的战争。

全球外汇储备的币种构成(1913 年)



出处：Peter H. Lindert"Key Curencies and Gold 1900～1913，Princeton Studies in International Finance No. 24

对于英镑，日本作为英国的基本同盟国，通过资金合作的方式给予了支持。日英两国是 1902 年结盟的，之后不久，日本即以"外汇请求权"的方式，将巨额英镑交给了伦敦金融市场。日本为了弥补当时的经常收支赤字，在伦敦市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场发行英镑公债，并将筹得的资金中并非急需的部分用于短期贷款。日本的这笔外汇资产，对于伦敦金融市场因突发资金外流而出现的危机，起到了缓冲作用。

日英同盟的这种金融合作如果原封不动地置换到今天，则相当于日美安全保卫体系下的、80年代前期的日本对美国的资金供给体制。但20世纪初的日本对英国的资金合作，并没有危害到日本的经济。而始于80年代的日本对美国的金融合作却如人们已经看到的那样，其相互关系发生了扭曲和变异，导致了日本自取灭亡的结果。问题的根源在于浮动利率体制下的货币制度的矛盾。

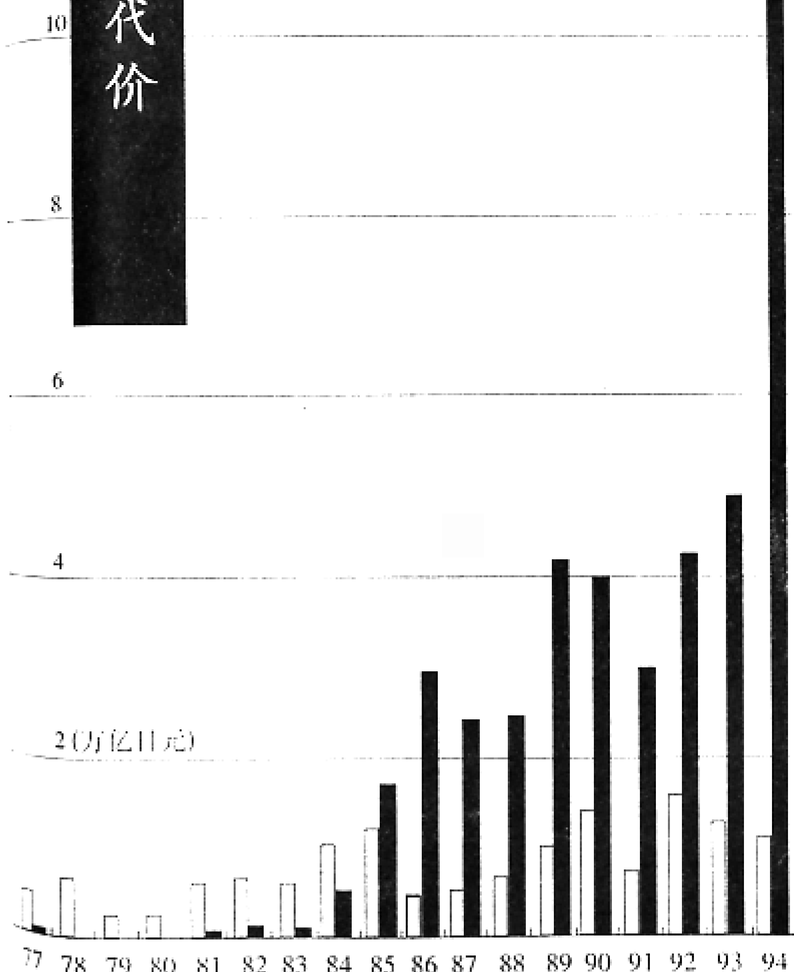
那么面对美国的政治压力，日本是否只能接受美元世界的清规戒律？日元资本的输出以及日元贸易体系的建立，往往是尚未进入经济操作的过程时，便已经成为国际政治问题，而不得不放弃经济操作。

有一点必须强调，回顾70年代日本经常收支转为顺差后的债券市场，便可以一目了然，我们首先应该追究的，是国家金融当局无所作为之罪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 锁国的代价

扭曲了的日元世界
日元债
欧洲日元债(非居住者)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冰山一角

1997年春天，日产生命(人寿)保险公司经营破产。本段的话题就从这里开始。该人寿保险公司提出的清算方案只能使其投保人收回自己投保额的70%，这一事件使得日本国民重新关注人寿保险这项金融商品的实质内容，与日俱增的担忧终于造成保户解约的风潮，导致了日本人寿保险业总资产的减少。这到底是怎么回事？

人们大都认为，人寿保险业的危机是泡沫经济破灭后浮出水面的信用组合(译注40)、住宅金融专门公司(译注41)、银行等的经营危机之后的又一灾难。但仔细想来，日产生命保险公司的破产，却是由于该公司过分的土地投机产生了庞大的不良债权，严重拖住了经营的后腿。股票的崩盘造成泡沫效益的减少也是理所当然的。还有人指出，这是由政府长期实施超低利率政策造成资产逆向运作所致。但是，人寿保险公司这一行业，曾经是随意使用“寿险”称号的日本机构投资家，是他们将庞大的日本资金源源不断地送入美国，而坦率指出这一点的人却很少。

广大的日本机构投资家所有的巨额汇率损失如同一座冰山，而日产生命保险公司的经营危机使冰山从这一角开始融化。它也是大藏省一手造成的日本金融战败的象征性的事件。

说句题外话，日本人寿保险公司这一行业，战前是受通产省(当时称商工省)保险局的管辖，战后，政府以酒精业管辖权为交换条件，将保险业管辖权强行归于大藏省。原通产次官佐藤滋形容这一交换为“拿月亮换乌龟”(见《昭和通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产史的证言》)。

如果日本的人寿保险公司仍然是在通产省的管辖之下，至少日本经济中金融业还可以在某一角网开一面，而不至在大藏省麾下形成铁板一块的金融村。人寿保险公司在资产的运作中，因为是互助性保险公司，其财务开示的宽松性便被理解为相反的含义。在大藏省勿论其开示与否的威严中，日本的人寿保险公司恐怕从未作过真正的财务开示。这是十分不幸的偶然现象。

70 年代的歧途

那么，日本大藏省这个身为"护送船队"的指挥官，又应对金融战败承担什么样的责任呢？其短期政策失误，应该说是由于日本过于忠实美国的华尔街，以致使日本经济形成泡沫，而后又在处理措施上失误。这是人所共知的。仅此已经是死有余辜了。而这一政策的失误，体现在我们上面分析过的日美经济关系发展过程中，其最根本的问题，就是"在日本成为债权国时未能建立起与之相适应的金融经济的构架"。

在战后的经济高速增长时代，日本经济往往是处于经常收支的赤字状态，总是苦于资本不足，在国内合理分配资金曾是最大的问题，为此日本严格的外汇管理制度形成了货币(日元)的闭关自守体制。但是，这种货币经济的构架，随着外资紧缺时代的结束、经济高速增长的实现而于 60 年代完成了使命。经常收支转为顺差，资本输出成为可能，意味着日本已经站到了因制造业的发展而形成的新的舞台上。不仅制造业，新兴的金融领域也进入到了参与国际业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务的阶段。

70年代,国际上不止日本一国打算根据自己经常收支赤字的发展,实际推动本国的对外资本输出。这些新兴债权国面临的共同课题是,如何在本国货币的势力范围内,于保持自己影响力的同时对外投出资本。

一般地说,资本输入国的企业和政府(对于资本输出国而言是“非居住者”)到资本输出国去,以该国货币举债,于是资本输入国发行的债券便吸收了资本输出国外汇储备的多余部分(即经常收支的顺差部分,具体说,就是持有这些债券的,最终是资本输出国的机构投资家和个人投资家)——这就是资本输出的基本形态。这种形态的资本输出,可以给资本输出国的金融机构带来包括相关业务在内的许多商业机会,最终在该国形成国际金融中心。当有关各国看到这一点时,日本以外的国家都做了些什么呢?

在联邦德国,欧洲马克债市场占据了核心位置,发行后的马克债券又力求在联邦德国国内任何证券市场上市,其结果,是在法兰克福形成了国际资本市场。英国与联邦德国的做法大致相同。而在主张金融立国的瑞士,则在海外发行机构须在其国内举债的原则下,由瑞士的兼营证券业务的三大银行一手承销。

日本又是如何呢? 70年代,日本开始实行浮动汇率制,为稳定日元而建立“日元小世界”的重要性日益明显。另一方面,经过两次石油危机的打击,日本经常收支的顺差变得渺茫,这是非常不幸的。

但是,是不是可以说,如果没有石油危机,有日元特色的资本输出态势就可能成型? 这同样值得大加怀疑。

日本的资本市场的体系,一直是不同于英国、德国和瑞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

士的，在日本资本市场上发行的公债从来就具备着“安全、高成本”的特征。但是进入70年代以后，在日本金融的闭关自守体制并没有发生变化的情况下，围绕着安全但是高成本的公债发行体系，日本金融村内部，愿守旧制的银行与主张“国际化标准”并急于进入优秀企业行列的证券公司间的意见对立日益表面化。于是日元的国际化，即海外举债机构发行日元债的问题与日本金融界的内部矛盾同时出现了。尽管改革严格的外汇管理体制、取消金融的闭关自守不失为长期有效的国策，但却意味着日本的金融机构会因此丧失既得利益，日本的大藏省则会因此丧失在金融业中的影响力。对于他们而言，与其因“日元小世界”的形成丧失既得权益，不如留在“美元世界”吃嗟来之食。这种选择，最终阻碍了日元获得正当的国际地位。

有担保公司债的束缚

我想对本小节将要涉及的问题稍加详细地论述。

资本输入国的政府和企业，在若干个资本输出国中选择筹资市场时，首先要考虑的，就是在哪个国家的资本市场举债，才能有一个价值稳定的货币环境，可以尽快筹得低成本的资金。资金低成本、筹资手续简便易行的资本市场往往资金需求也比较集中。同时，许多国家的政府和企业，当他们在某个资本输出国的资本市场以该国货币发行债券时，该资本输出国的投资家是要选择没有汇率风险的、安全的、有利可图的投资对象的。

因此，笔者在前面的论述中再三提及日本的日元债市场未曾发育的现实，最终归结为为什么日本债券市场的魅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力不足以吸引世界各国的举债机构。

日元这一币种，基本上是经常收支顺差国的货币，因此在稳定程度上不会有什么大问题。问题较大的倒是日本债券市场的比较特殊的历史。

债券是一种经常伴随债务不履行风险的金融商品。对于这种风险，自美国盛行铁路债券的19世纪下半叶起，那些今天在日本不可一世的美国穆迪信用评级公司、标准普尔信用评级机构就开始根据债券风险的程度进行企业信用评级。投资家们则参考信用级别作出自己的投资选择。

而日本，则一直采用为公司债附加担保条件的方法，以求保护公司债债权人的权益。这一做法起源于明治(译注42)末期的、银行针对频繁发生的债务不履行事件而开展的“净化公司债运动”。没有担保的公司债不能称之为优质公司债，在这种主张的驱动下，在银行的推动下，日本政府甚至出台了“担保公司债信托法”(简称“担信法”)。

“担信法”的核心内容，就是由“受托银行”替公司债购入者管理其所购买的公司债的担保。形式上虽然是银行接受公司债购入者的委托，实际上是发行者(举债人)向银行支付手续费。银行从中获取的巨额利润，润泽着“受托银行”的经营。

对于银行而言，将来，企业的资金筹集方式如果是从银行贷款转为发行公司债，那么银行的收入固然可以确保，但却意味着举债企业筹资成本将有所提高。

还有一点应该注意的是，日本的公司债发行体制中还有公司债注册制度。根据1942年战时立法关于公司债等的注册法，公司债“受托银行”同时也是公司债注册机关，并有权证明公司债购买人为“持有者”的机制在日本诞生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券的持有者不必索要债券的金额票面(票据),代之以持有注册机关(银行)出具的“注册证”。是什么原因导致这种手续的出现呢？这是由于注册制度是产生在战争那样一个特殊时期,是一个战时立法,是为了应付战争或灾害带来的债券票面额损失、消失的情况,或者因纸张不足带来的困难。这些使银行不仅收到了我们上面所说的“受托费”,还得以坐收债券发行机构支付的注册手续费。

注册手续费固然不低,是银行不错的收入来源,但是还可以说,正是这个注册制度阻碍着债券的正常流通。每当债券持有者发生变更,需要进行清算时,新的持有者都必须购买银行发行的注册证。而购买了公司债的那些人,则必须持债券卖出者的承诺书到银行去办理申请变更持有者名称的手续,这项手续需要花费三周时间。有人说这些手续比房地产交易手续还要繁琐。

日本战时立法的影响至今犹存。1980 年日本银行开始实施记账式国债制度,之后又将国债上网结算,随之,进入了公司债结算与国债结算并轨的时代。至此,旧时的债券注册机关似乎已没有必要继续存在,但事实上是银行方面不想放弃这块肥肉。

那么,历史悠久的“受托银行制度”结局如何呢？应该说改革正在进行,目前则处于新旧两种制度交替的过程中。

根据 1993 年日本商法的修正案,过去的“受托机关”的作用被“公司债管理公司”的出现削弱了,但在法律修改过程中遇到的问题有一点,即“公司债管理公司”的设立应该是公司债发行企业的义务还是任其随意。不用说公司债的发行企业希望这是随意的,但这却是事关金融机构权益的问题。争论的结果,竟是以法律手段将“公司债管理公司”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的设置义务法制化。同时为了折衷，又追加了“仅发行一亿日元以上债种的发行机构不在其限”的例外规定，这在世界上是没有先例的。

如果“券种在一亿日元以上”的话，就没有必要设立公司债管理公司。这样的规定是基于以下理由：即购入一亿日元以上债券的投资家都是机构投资家，是行家里手。既是行家里手，必是十分懂得公司债的风险的，也就没有必要和公司债管理公司发生关系。

但是，值得玩味的是，不知是战前以来的积习发挥了作用，还是企业与银行的较量产生了效果，日本的大多数企业在商法修改之后，发行一亿日元以上公司债时，仍然加以担保，甚至将根据法律规定设立的公司债管理公司也委托给银行管理。于是“软银行”(译注 43)等机构的行为引起了人们的关注。该“软银行”在由上述习惯势力支配着的市场上，趁修改法律之机，与野村证券公司携手发行了一亿日元以上的完全无担保公司债。这种做法回避了与大银行的许多摩擦。不过这个话题离本书的主题稍远了一点。

武士债与欧洲日元债

上面，我们仅仅是简单地回顾了产生日本金融市场特异性的历史根源。对于那些在国际金融市场筹资的债券发行机构，无论是企业还是政府，上述规定和习惯势力兼而有之的日本市场又怎么可能具有魅力。同时，日本金融市场还存在着其他诸如有价证券交易税、源泉税等的征收问题，以及政府短期证券市场功能不全等问题。这些被“日元难用”一言以蔽之的、日本资本市场存在的问题是不胜枚举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。日本恰恰是在这种环境尚未改变时便迎来了经常收支的顺差时代，由此产生“武士债”(译注44)和“欧洲日元债”(译注45)两种日元债之间扭曲了的关系也就不足为奇了。

首家在成本高、手续繁琐的日本债券市场发行日元债的，是亚洲开发银行，时为1970年。当时人们称美元债为“扬基债”(译注46)，由此联想，便称日元债为“武士债”。亚洲开发银行发行的日元债成为第一笔“武士债”。这笔“武士债”虽然还称不上是完全的公募方式，但是大藏省为将其展示于橱窗而尽了很大努力促其成功。像亚洲开发银行这样的国际组织，作为公共机构发行体原本应该是无担保的，但却必须遵守日本法定的银行注册制度。

日本大藏省于1972年设定了“武士债”的“适债基准”。

(1)我国加盟并直接相关的国际组织(如亚洲开发银行和世界银行)；

(2)在欧美债券市场积累了发行业绩的外国政府和政府机关、地方政府。

由此，规定了上述两类公共机构可以在东京债券市场发行日元债。这种规定的本意在维护银行利益，而维护投资家利益不过是表面文章。当然，那之后在公共债适债基准的基础上有过几次适债基准的扩大。1979年日本政府设定了外国民间企业的适债基准，这一基准在美国开放市场的要求(日本和美国日元、美元委员会，1984年)下，相继被放宽。尽管如此，民间企业发行债券时，仍然需要担保，仍然需要受托银行。

受石油危机的影响，日本国际收支一度恶化。自世界银行在日本债券市场发行了第二笔“武士债”之后，“武士债”市场沉寂了近20个月，没有一笔发行。1975年，日本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际收支状况改善,"武士债"市场重开锣鼓。之后,每年的"武士债"发行额都在2000亿日元到6000亿日元的水平,1984年达到了10500万亿日元的规模。1984年,作为后起之秀的欧洲日元债的发行规模急追而来(发行额达5285亿日元,请参见本章题图)。

金融市场的空洞化

"欧洲日元债"是指在欧洲债券市场发行的日元债券,1977年,作为对"武士债"的补充得到了日本政府的发行认可。"欧洲日元债"是以外国银行及日本银行设在欧洲的分支机构所拥有的日元为对象的,在瑞士等国的市场进行交易,发行机构为非日本国居住者的企业和公共机构的日元债品种。所谓"武士债的补充",指的是当银行接受"武士债"市场分阶段放松管制尚需要花时间时的一种补充措施,而这一"补充"无非是在"武士债"市场完全成熟以前的权宜之计。为了使"武士债"在尚未成熟阶段不致因政府管制和习惯势力处于不利之势,日本的金融当局竟然又在"欧洲日元债"中设置了障碍。政府规定日本投资家用手中的日元投资于"欧洲日元债",即在日本国内购买"欧洲日元债"时,必须自债券发行之日起等待6个月的时间。

这一限制被称做还流限制,目的在于切断日本国内外的"欧洲日元债"市场,而事实上则并未收到预想的效果。这种形式等于是,承销"欧洲日元债"的日本证券公司和银行在发行国的当地法人(银行当地法人指有证券经营业务的日本银行的当地分行),首先自行购入了自己的风险,在政府规定的期限后再把风险转移到国内投资家手中。在银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行看来，这使他们得以同时保全当地法人的利益和其在日本国内的既得利益。

另一方面，“欧洲日元债”市场原本就是一个意在放宽管制的非主流的日元债券市场，对于发行机构而言，资本筹集的成本也大大低于东京市场。而“武士债”市场不仅筹资成本高，还有各种管制和习惯势力作怪。于是，那些希望发行日元债的海外发行机构便潮水般地涌向了“欧洲日元债”市场，“欧洲日元债”的发行额达到了“武士债”的 10 倍(1994 年“武士债”的发行总额为 11100 万亿日元，“欧洲日元债”的发行总额为 108600 万亿日元)，自然也就不足为奇了。

于是，另一个奇妙的现象出现了。前面提到的 1984 年的日元美元委员会上，日本大藏省在放宽“武士债”基准的同时，也放宽了“欧洲日元债”的基准，可以发行“欧洲日元债”的民间的海外发行机构的范围被扩大了，于是日本国内的大型企业也纷纷鼓动大藏省允许他们发行“欧洲日元债”。大藏省同意了他们的这种要求的时候，还是严格控制了适债基准的，只批准了有数的几家企业的发行权，然而后来却如同大水决堤般地扩大了范围。“欧洲日元债”的发行规模于 1991 年达到了高峰，居住者(日本企业)的发行规模迅速膨胀，甚至超过了非居住者(海外发行机构)的发行规模。

建立“欧洲日元债”市场的初衷是为了弥补“武士债”市场的不足，但在发展过程中却置“武士债”市场于不顾，一路自行扩大了起来，甚至还演变成了日本企业通常使用的资本筹集的窗口。当然这也说明，对于日本企业而言，“欧洲日元债”市场的筹资成本是何等之低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“武士债”市场的发育不全和“欧洲日元债”市场的肥胖症并存的不自然的日本资本输出途径，终于推迟了日本金融市场基础环境的整顿，形成了日本金融市场的空洞化。

日本的企业信用评级机构的欠发达，就是日本金融市场基础环境不完善的典型现象。本来日本一直实行的有担保公司债的受托制度等就妨碍着评级机构的发展，但是在70年代、80年代时，日本金融当局又没有充分认识到发展评级机构的重要性，未能采取有力的措施，到了90年代后半期，日本竟然不得不陷入了资本输出国的金融机构必须受资本输入国评级机构左右的尴尬局面。

日美经济“历史上如果……”

那么，若将日本债券市场放宽管制的迟缓，与80年代开始的日本资金大举投资美元债的举动对照来看，会看出什么呢？尽管根据严密的分析作出准确预测是不大可能的，但至少可以在下述假设条件下来考虑问题。

如果“武士债”市场从70年代起就大胆地放宽管制，并完善基础设施条件，从而实现了迅速发展的话，就不难将丰富的日元债券捧到日本投资家的面前。同时，美国国债尽管具有相应的魅力，但如果日本债券市场得到了改善，在80年代的如洪水决堤般的对美投资大潮中，就会分散其投资从而发挥制动作用。至少那些已经转而投向了日元资产的资金可以逃脱汇率的损失。还可以想像，美国根据自己资金缺口的多少，如同那次发行马克“卡特债”一样，定期发行日元“里根债”。80年代前半期，如果不是日本资金大量涌入美国，那之后的美国经济的走向就会与今天的情况大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不相同。而日美两国的经济关系却发展在完全异样的轨迹上，本世纪最后20年的日本经济，应该说走了一条十分异常的道路。

1984年，在日元美元委员会上，美国逼迫日本实行金融的自由化和日元的国际化。现在回过头去看，可以说那是日本最后的机会。看来，日本的金融政策当局如果像以往那样在日美经济交涉中被"外部压力"所压服的话，倒是可以使日本因祸得福了。然而事实却是，日本只放宽了民间发行机构的适债基准，而对涉及金融村自身权益的债券受托、注册制度，对取缔管制和习惯势力却未能着手做任何事情，日本债券市场的高成本问题仍安然存在。

为了培育"武士债"、真正发展日元的资本市场，至少应该放开受托、注册的手续费，或者大幅度下调有关费用。并且对海外发行机构放宽管制，对日立、东芝等日本大型企业同样也应该放宽管制。但是这却意味着，日本的金融机构必须放弃从战前开始就拥有的权益。既是天下头号既得利益者，又是日本金融的利益共同体一员的日本大藏省，的确是不情愿在日本的金融村里掀起波澜。"时代不同了"，缺乏这种立足大局的认识正是日本致命的缺陷。

如果80年代后半期，日本金融当局能够趁日元美元委员会要求日本放开金融市场之机，放宽对债券市场的管制、完善金融市场基础条件的话，会带来什么结果呢？那样，一直以银行贷款为主要筹资手段的亚洲国家就会蜂拥而至，来日元债市场举债。同时在日本评级机构的参与下，日元债市场就可以为日本投资家提供没有汇率风险的投资对象，而这也许正是在亚洲构筑日元小世界的契机。从而，亚洲的金融危机就可以避免，即便亚洲着火，也会在尚未形成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

燎原大火之时被扑灭。

欧元的诞生与日元的未来

本书就80年代以来的日美两国经济关系,特别是就金融关系进行了分析。其中最具特色的现象是日本资金对美国的过度还流。这种现象一方面是由于日本对美国的(冷战格局下的或者说是战败国式的)特殊的政治地位,另一方面,问题的产生还源于完全与政治无关的、日本独特的经济社会制度。

无论我们怎样列举"历史上如果……",丧失了的资产也不可能回来,日本经济更不可能退回到泡沫经济以前的状态。现在,需要日本认真考虑的,是今后的金融战略。应与债权国的成长同步考虑的正是日元世界的构筑。就是说日本已经偏离了资本输出国的"王道",今后,最重要的课题,莫过于在日本经常收支尚保持顺差状态的情况下,为日元建立起稳定的基础。

东京资本市场的国际化和有关基础设施的完善,不用说应该早日实现。但是,还应该看到另一面,就是美元今后的地位。这里我将在认真分析新近诞生的、将产生很大影响的"欧元"的情况下,在考虑日元与美元、欧元的关系的同时,来探索一下日元今后的出路。

首先,美元的地位,今后将通过各种途径后退。M·费尔德斯坦(M.Feldstein,哈佛大学教授)在《海外事件》杂志上发表文章,甚至指出美欧间将出现"战争"。

世界上的公共储备资产(各国的外汇储备)中美元所占的比例,现在,即1998年仍然很高,美国将据此反驳"世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币美元末落”论。1997年的数字显示，美元在各国的公共储备资产中的确是占56%，呈压倒优势。之后依次是，德国马克14%，日元7%，英镑4%，法郎2%。可是，1999年以后，根据上述统计进行单纯计算的话，欧元已经在世界储备资产中占到了20%，美元的地位相应地受到了威胁。

之后，欧元各成员国中央银行压缩资产进一步影响了美元的地位。而那之前的欧洲各国间的对外贸易，因欧元的出现变成了以欧元结算的对内贸易，外汇储备所必需的水准大幅度下降。八个欧洲国家的总计2000亿美元的外汇储备中，美元占了其中的2/3，随着欧洲国家外汇储备总量的压缩，美元在欧洲将失去作用，这是不言而喻的。这种局面有可能引发欧元的升值和美元的贬值。

那么，在国际资本市场上的美元的前途又是如何呢？在国际资本市场上银行对外贷款的80%左右曾是美元贷款，占到压倒多数。这反映出国际银团贷款中美国银行的组成实力，这一力量对比短时间内不会动摇。但问题是债券市场。国际债券市场中不同币种债在发行总额中所占的比例表明，美元债所占的比例大约是40%。而欧元债所占的比例，以“加盟国货币债+迄今的欧元债”的简单计算来看，1996年已经达到大约40%，与美元不相上下。“欧洲合众国”圈内的公司债、股票及其流通市场如果都转变为以欧元结算的话，那么，进入21世纪以后，美元的作用将大大下降。

在经济实力各不相同的国家和地区广泛流通的货币欧元，汇率水平不及德国马克是自然的。但是，与美国不同的是，大经济圈欧洲的经常收支赤字并非根深蒂固。将欧元与美元进行比较，便不难想像，欧元基本上属于稳中偏强的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币，这一点是至关重要的。

关于日元的稳定化。建立起一个什么样的有效机制可以使日元不再因别国经济出现问题而单方面升值呢？有一点可作为一种选择加以提示，就是使日元主动地进入欧元圈的方案。这可能会被人们认为是奇谈怪论，但却不是没有根据的。

首先，未能建立起自己的小世界的日元，今后在欧元和美元的夹击下，将不可避免地更加封闭。

第二，欧元的影响波及到日本国内的经济政策将是自然而然的。1997 年 10 月，德国修改了持续了 5 年的低利率政策，法国紧随其后，于是欧洲各国统一步调，使利率政策与货币向欧元过渡，欧元因此具备了合理的利率水平。1998 年，日本政府修改了外汇法，日本投资因此可以在欧元圈内国家的金融机构服务网点自由购买欧元资产。对于承受着美元贬值风险的日本投资家来说，这无疑是喜讯。可是，影响还不仅仅如此。如果日本对欧元资产的资金流出，哪怕是带来短时间的日元的大幅度的贬值，日本就不可能无限制地放任超低利率政策，因为欧元的利率对日本国内的影响已经是不可能被阻隔的了。

第三，于是，有人又想到，日元是否应该更紧密地与欧元挂钩。在 1986 年 5 月的“东京首脑会议”(译注 47)上，法国曾提出建议，日元和美元两大货币能否加入欧洲联盟(译注 48)的欧洲汇率机制(ERM，译注 49)——为统一货币而制定的准固定汇率制。对美国而言，这是关系本国货币制度之本的大问题，自然不能轻易应允。而“广场协议”后被卷入美元贬值旋涡中的日本，也并没有表现出正面接受法国建议的迹象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维护世界货币美元的特权，确保美元下浮的自由，这就是美国的意图。加之美国经济患有慢性经常收支赤字病，总是经常感受着货币贬值的压力。在这种情况下，是不可能将日元的稳定寄托于日元与美元的关系的，这也是日本经济近20年来的教训。而欧元却没有如美元那样，隐藏着巨大的经常收支赤字的隐患。我想再一次强调——这是很重要的一点。

日元与欧元联动的计划，或许会呈现下述进展。第一步，纠正日本2000亿美元外汇储备几乎是美元一统天下的异常现象，同时欧元资产不断积累。

在这一基础上，应该将日元与欧元的浮动幅度控制在德、法两国可以接受的一定范围内(例如3%)，日本政府对市场的干预也应该保持独立性。同时，当日元与欧元的浮动幅度超出一定范围时，则应该建立一种有德国和法国参加的协同干预市场的体制。日本的这样一种政策也是符合欧元自身的稳定和利益的。

以上是稳定日元的战略。在这之上，还应该加上在亚洲建立日元世界的终极目标。对于遭遇着金融和经济危机的东亚各国来说，建立稳定的货币体系，成为他们今后最迫切的课题。这些国家在金融危机之际放弃了本国货币与美元的联动，而今后又必须再去和美元或者美元的替代货币联动以求实现货币的稳定化。在这种时候，价值稳定的货币“欧元和日元”将成为最有力的候补者。当日元在新的基础上重新出现时，以往流产了的“日元经济圈”构想的实现自然会水到渠成。

只有这样，才能解救20年来陷入混乱的日本经济于水火之中，使之现出一线曙光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语 蝈蝈的"新经济观"

伊索寓言中有一则"蚂蚁和蝈蝈"的故事。日美进行结构协议时各种议论纷纷扬扬，我听说有人将高储蓄的日本经济比喻为"蚂蚁型"，将高消费的美国经济比喻为"蝈蝈型"。说这话的人是想表明，笑到最后的将是日本人，而"蚂蚁和蝈蝈"的故事则是用来提醒过度消费的美国的。事实上，这是个大误区。

伊索的这则寓言故事说，蝈蝈整个夏天每日愉快地欢歌劲舞，并不为过冬准备食物，到了冬天只有一死。而在夏天冒着酷暑劳作的蚂蚁，却因足够的储备得以平安过冬。不过，将这则故事与现实的日美经济两相对照，自然日美经济的故事更为复杂。由于蚂蚁为蝈蝈支撑起了夏天的生活，所以故事的结尾自然与伊索寓言中的"蚂蚁和蝈蝈"不同了。

经济学的讨论中，哈佛大学的杰弗里·萨奇斯(Geoffrey Sachs)教授提出了"时间差贸易"的说法。就是说国际间的资本移动，现在的财富与将来的财富的交换，其实就是贸易的一种形式。如果将现在的消费转为储蓄，这种储蓄转移到那些喜欢现在消费的国家就形成了资本输出国。由于资本输出国都希望将来能够享受比现在更丰富的消费，所以将资本转移到了他国。于是，资本输入国虽然可以利用输

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入的资本增加现在的消费，但是将来偿还给资本输出国时则必须按一定比例附加利息。

这一论点，使我们想起了第一章中介绍的“国际收支发展阶段论”。债权国寄希望于现在的债务国将来转变为经常收支顺差国时，其顺差中不仅能产生本金，还能够产生利息。根据这一说法，资本输入国通常都是后进国，他们希望依靠先进国的资本输出实现自己的工业化进程。

上述两种学说应该是这样一种关系，即“时间差贸易”理论如果能够成立，就证明“发展阶段论”是正确的。

不过，现实的问题是，目前的资本输入国是美国。美国则是依靠来自日本以及其他国家的资本输入，发展了本国的经济，压缩了本国经常收支的赤字，之后又转变为经常收支的顺差国，开始偿还债务了。仔细想来，美国似乎已经度过了核心债权国的时代，并不适用“发展阶段论”模式。资本移动的媒介是货币，而使“时间差贸易”理论得以成立的必需条件是，美元汇价的稳定。我们清楚，这一点存在着很大问题。“蚂蚁型”的资本输出国日本正是忽视了这重要的一点，才导致了资本输出国美好前景的破灭。事已至此，也就只好闭起双眼不再去谈论它的长短了。

对于资本输出国日本，最重要的是，无论如何要让美国有息偿还债务。这就意味着，美国经济自 1982 年至笔者执笔本书的 1998 年夏，甚至历经了亚洲、俄罗斯金融危机后，其运行一贯良好，表现得强而有力。一时间，甚至有议论说，这证实了一个“新经济”模式，说明美国经济已经进入了超越资本主义经济循环规律的阶段。如果真是如此，美国再次回到以往的净资本输出国时代不是更好吗？可事实上这里还有不少问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国成为净债务国是在1984～1985年间。当时，美国经济重新进入上升期，里根总统乘此东风轻易赢得连任选举。然而那之后，美国经常收支赤字不断累积导致了债务的增加，终于在1993年达到了13200亿美元。

美国的赤字是双重的。其中，财政赤字已于1998年因经济增长带来的税收增加而实现了平衡。而经常收支赤字状况难以改善，却是由民间投资和消费旺盛，使得储蓄增长缓慢所致。那么，我们就有理由想像，美国之所以在经常收支不断扩大的状况下，得以维持经济的正常发展，正是由于这个国家从旧“帝国循环”中迈入了新“帝国循环”，总是一成不变地身居能够润泽经济的资金流动的中心。世界最大的债务国，前所未有的经济繁荣之所以得到保证，也正得益于这种资金流动的经久不息。

反过来还可以这样说，为了保证外国资金源源不断地流入本国，保持经济的持续发展是不可缺少的条件。而“新经济”论在这方面，则显得与引资战略过于游离。

不过，一旦对美国的外资流入因某种理由停滞，美国经济即刻就会反向运动而进入调整期。因为这一新旧帝国的循环，与“国际收支发展阶段论”或“时间差贸易理论”模式的“维多利亚循环”是似是而非的。这种担忧来自“蚂蚁”的债权国。

蝈蝈是否就可以永远快活地歌唱?

这里，我们暂且指出它的中期“危机”。

第一点要指出的是美国股市需求的变化。美国信托投资的主体是“高出生率一代”。这代人已经到了退休的年龄，他们退休时会将自己的储蓄大量投入股市。而要为这些股票创造价值的下一代人的人口，却只有“高出生率一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代”人口的2/3。“高出生率一代”同时还是美国过度消费的主力军，但是为了维持过惯了的好日子，美国今后将进入增加储蓄的年代。然而问题出在了这样的年代到来之前。随着“高出生率一代”的退休，他们将过于集中地调整运作自己的资产，因而导致股市需求的变化，随即便是经常收支的进一步恶化。

根据美国人口动态的变化分析，这种“危机”的高峰将在2010年到来，并且美国于2010年所处的资金状况将使这一危机表面化。而一旦危机的表面化以美元暴跌的形式出现，日本经济也就不再会有充当缓冲装置的泡沫了。

今后的日本经济，为了能有一个健全的日美关系，应该制定贸易和金融两方面的“摆脱美元”、“摆脱美国”的中长期目标。

1997年6月，当时的日本首相桥本龙太郎于参加丹佛首脑会议(译注50)归程中，在哥伦比亚大学演讲时说：“日本希望本国外汇储备的运用仍然为美元，而不要受黄金的诱惑。”这样的承诺的确使美国彻底放心了，然而非常遗憾的是，这同时使日本在美元以外不可能再有其他选择。

2010年，留给我们的时间实在是太短了。

非常凑巧的是，2010年正是日本80年代大量购买的美国国债(期限最长的为30年)进入偿还期的时候。日本的投资家们拿着偿还回来的美元，又如何就下一步的投资作打算呢？如果不是实际意义的“偿还”，大部分不过是对美国国债的以旧换新，那么，日本的“国富”将在美元的锁链中继续流失，日本将永远难以摆脱这种结构的束缚。但愿日本不要走到这一步，笔者将自己的这一心愿写满了一本书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* * * *

近年围绕日本经济的许多议论中，最为集中的莫过于“金融大革命”问题，就是说从国际化、规范化的视点无休止地批判日本市场机制的倾向十分突出。尽管各家论点中多有正确的指责，但是基于上述出发点的认识，难免忽视其背后隐藏的“更大的问题”。笔者近年来难禁此畏惧之念。

笔者在本书中剖析了处于金融经济优势的日本，经历了什么样的历程反而饱尝“败仗”之苦，责任又何在。笔者从近年来自己颇为关注的这些问题出发，曾集小论于《美元蚕食日本国富》一文，并发表于《诸君！》杂志(1998 年 3 月号)，蒙此文读者的厚爱和鼓励，谨此执笔成书并蒙作为“文春新书”之一种予以出版。另有一本笔者拙著《日元是否给日本人带来幸福》(NHK 出版社出版)，与本书相呼应，更加详尽地剖析了日美经济的各种问题，敬请读者参阅。

值此本书出版发行之际，谨对《诸君！》杂志编辑部及“文春新书”编辑部的各位先生表示衷心的感谢。

吉川元忠

1998 年 8 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献（本书中已标明的除外）

C.F. Bergsten 主编：International Adjustment and Finance, Institute for International Economics, 1991.（特别是其中 P. Krugman, W. Cline, R. Mundell 的论文）

P. Hartcher: The Ministry-The Inside Story of Japan's Ministry of Finance, Harper Collins Business, 1997.

C.R. Hennings: Currencies and Politics in the U.S., Germany and Japan, Institute for International Economics, 1994.

E.B. Kapstein: Governing the Global Economy-International Finance and the State, Harvard University Press, 1994.

C.P. Kindleberger: Manias, Panics and Crashes, 3rd Edition, Macmillan, 1996.

大场智满著《超越两个空洞化》, NHK 出版社版, 1995 年

Dept. of Commerce: Survey of Current Business 各期

OECD: Financial Market Trend 各期

The Banker, Business Week, The Economest, Far Eastern Economic Review 各期

The New York Tines, Wall Street Journal 各期

日本银行、日本大藏省、日本通产省统计数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译 注

1. 平成：日本天皇的年号。1989年日本昭和天皇逝世，皇太子明仁即位，改年号为“平成”。平成二字源自中国古代经典《书经·大禹谟》“地平天成”和《史记·五帝本记》“内平外成”。
2. 大藏省：日本财政部。
3. 自主限制汽车出口：60年代到70年代，美国实行低汽油税，消费者多喜欢购买大型轿车，因此与以需求小型轿车为主的欧洲及日本汽车市场未形成竞争，而外国汽车企业也无意进军美国汽车市场。到了1979年，石油价格急剧上升，导致美国汽油短缺，价格上升，汽车市场的需求突然转向了小型轿车。在此形势下，生产成本低于美国汽车企业的日本汽车厂家开始进军美国市场，市场份额急速上升。这时美国的政治势力出面，强烈要求保护美国汽车市场。为了避免爆发贸易战争，美国政府要求日本政府出面限制日本的汽车出口。日本惧怕美国单方面采取保护性措施，不得不自主限制汽车出口。根据日美双方的协议，1981年日本对美出口汽车数量限制在168万台，1984～1985年增加到185万台。1985年日美协议到期失效，但日本政府却表示继续实施限制措施。
4. 日美半导体协议：1986年9月日本通产省与美国商业部签定了以限制日本半导体的对美出口和扩大美国半导体在日本市场的份额为目的的日美第一次半导体协议。协议的主要内容为设定日本产半导体的六个品种对美国以及第三国的出口价格(防止倾销)等。1987年3月，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国政府以日本未能遵守协议为由，就微机等日本有关产品采取了征收100%进口关税的报复性措施。同年春季，美国半导体产品的市场需求大幅回升，倾销自然消亡。之后，日美两国政府于1991年6月签定了五年期的新半导体协议，美国希望于1992年底以前外国半导体产品在日本市场占有的份额能超过20%。日本将“20%”作为努力方向，美国却要求以此作为双方的“约定”，双方的解释发生很大差异。之后，美国半导体企业的竞争力有所恢复，韩国半导体产品异军突起，到1995年第四季度，按日本方面的计算方法，外国半导体产品在日本市场的占有率超过了30%。1996年7月，日美半导体协议五年期满，美国政府希望续签协议，而日本政府则希望停止协议，并以民间的方式取而代之。日美意见对立至1996年8月2日的发达国家政府及民间企业组成的世界半导体多边会议召开，但有关市场份额的内容仍然十分模糊。美国主张以资本国籍方式统计，日本则强烈反对，双方分歧很大。

5. 超级三〇一条款：Super 301 provisions of the 1998 Omnibus Trade Act，美国包括贸易法条款之一。1988年，美国为强化于1974年制定的贸易法第301条款的内容（对不公正贸易行为的报复措施）而颁布的法规。其内容为：①美国商业部（USTR）与持有进口壁垒的国家制定行为规则，并以取消该壁垒为目的进行交涉。②谈判对象国若在三年以内未能取消进口壁垒，美国将采取提高关税等报复性措施，等。这项规则意在明确拥有不公正贸易行为的国家，使其按美国规定的期限积极与美国商业部进行谈判。1989年5月，美国宣布日本、巴西、印

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度为谈判对象国,此举遭到各国强烈反对。他们指出美国的做法是违反关税及贸易总协定(GATT)精神的。1990年日本被解除限制,不再是该条款谈判对象国。但随着美国贸易保护主义呼声的高涨,克林顿政府于1994年3月对日本恢复该条款的限制。

6. 日本银行:日本中央银行。

7. GDP:gross domestic expenditure,国内生产总值。

8. GNP:gross national product,国民生产总值。

9. 布雷顿森林会议:Bretton Woods Agreements。布雷顿森林,美国著名的旅游胜地,位于新罕布什尔州。1944年7月联合国在布雷顿森林召开货币金融会议(44个国家与会),通过了国际货币基金组织协定和世界银行协定,以此协定为核心的金本位的国际货币体制,在二战后的四分之一世纪中成为世界经济的支柱。

10. 国际货币基金组织:International Monetary Fund,简称IMF,1944年根据布雷顿森林协定设立的国际金融机构,总部设在华盛顿。

11. 马歇尔计划:Marshall Plan,1947年美国国防部长马歇尔将军提出的欧洲复兴援助计划。

12. 欧洲结算同盟:European Payment Union,简称EPU,成立于1950年。1958年于EMA(欧洲货币协定)成立后解散。

13. 史密森货币体系:Smithsonian Currency System,尼克松冲击之后,1971年12月,在美国华盛顿史密森博物馆举行的十国财长会议通过的固定汇率制度。

14. (美国)联邦储备委员会:Federal Reserve Board,简称FRB,相当于美国中央银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15. 伏都教:voodoo,美国南部和西印度群岛黑人部族信奉的一种原始宗教。
16. 欧洲货币体系:European Monetary System,简称 EMS,欧洲货币体系,1979 年由除英国以外的欧盟八国(1985 年希腊加盟)设立,是以统一协调货币为目的的货币协作体制。
17. 卡特债:Carter bonds,指 70 年代末美国卡特政府针对美元汇率的动荡发行的联邦德国马克等外国币种的国债。
18. 美利坚债:Amerippon,为美国著名战略家布热津斯基于 1987 年提出的构想,特指美日之间出现的新的连带关系,被认为是稳定 21 世纪世界经济秩序的要素之一。
19. 发达国家首脑会议:Summit Conference,为解决通货膨胀和能源等世界经济中的各种问题,美、日、英、法、意、德、加等七个发达国家于每年举行的例行首脑会议。1975 年 11 月,经法国总统德斯坦提议并在朗布依埃举行了首届首脑会议。
20. 广场协议:Plaza Accord,1985 年,五个发达国家的财政部长在纽约广场饭店(Plaza hotle)举行会议,就携手遏制美元升值达成协议。
21. 卢浮宫协议:Louvre Accord,1987 年美元贬值导致世界性的货币动荡,发达国家首脑会议在法国巴黎的卢浮宫召开,就共同采取行动干预市场,以将美元汇率维持在当时水平达成协议。
22. 马萨诸塞道路模式:Massachusetts Avenue Model。美国马萨诸塞州的道路多为林荫大道,畅通高效。这里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借其畅通高效之意。

23. 黑色星期一：Black Monday，1987 年 10 月 9 日星期一，由于美国货币当局为防御日渐明显的通货膨胀的发生采取了紧缩银根政策等原因，纽约股市大崩盘，并迅速蔓延到全球几乎所有股市，各国经济损失惨重。

24. 协调国际政策：1985 年广场协议后，因美元贬值产生的巨额汇率差损使得日本的机构投资家持有的美国国债贬值，危机感笼罩美国。美国财政部长贝克提出“国际政策协调”，试图达到下调日本利率，保持美国国债价值的目的。1987 年黑色星期一（见译注 23）后，美国进一步强调“国际政策协调”。

25. 德意志联邦银行：德国中央银行。

26. 国际清算银行：Bank for International Settlements，简称 BIS，1930 年在瑞士的巴塞尔成立，主要是为了第一次世界大战后的德国战争赔偿的索取与分配而成立的。现在为稳定货币的国际合作机构。

27. 美日开放市场协议：market – oriented sector – selective，简称 MOSS，美国为使日本开放市场而提出的双边协议方式。

28. 前川报告：Maekawa Report，是日本前首相中曾根康宏的私人咨询机构“经济构造调整研究会”于 1986 年 4 月 7 日提交的报告书，因该研究会理事长为日本银行前总裁前川春雄而得名。该研究会认为，日本经常收支保持大幅顺差，是由日本出口导向型的经济结构所致，并因此研讨调整经济结构的中长期经济政策，以使之转变为内需主导型，最终减少顺差。报告书内容为：①以住宅政策为中心，扩大内需；②灵活运作财政政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策;③重新研究包括废除少额储蓄非课税制度在内的税收制度;④扩大农产品的进口;等等。日本政府收到这份报告书后,成立了经济结构调整推进会,着手落实报告书的具体内容。1987 年 4 月,日本政府经济审议会的经济结构调整特别分会在前川报告的基础上充实了具体措施后又发表了“新前川报告书”。

29. 欧洲共同体:EuropeanCommunity,简称 EC,成立于 1967 年 7 月,是在欧洲经济共同体、欧洲煤炭钢铁共同体、欧洲原子能共同体三机构基础上组成的委员会。

30. 东证指数:Tokyo stock price index and average,东京证券交易所于 1969 年 7 月以后发表的股价指数。

31. 日美结构协议会:Structural Impediments Initiative talks,简称 SII,是日美间为纠正贸易不平衡,由布什总统提议召开的。议题涉及日本方面指出的美国低储蓄率和过度消费以及尚有遗留的出口管制等问题,和美国方面指出的日本流通制度、投资壁垒、土地使用等问题。会议于 1989 年 9 月召开并持续了两个月,1990 年 6 月提出最终报告书,内容为日本方面大幅放宽“大规模小店铺法(大店法)”、制定新公共投资 10 年计划;美国方面削减财政赤字及其他 13 个领域里的结构改革。1992 年 7 月,日美再次举行会议进行实施效果的检测,日本方面进一步表示将纠正排他性的商业行为,简化政府采购手续,美国则承诺削减财政赤字等。克林顿政府以逐项扩大不同品种的商品在日本市场的份额为目的强化了对日攻势,并于 1993 年 7 月 10 日与日本的宫泽喜一首相发表了共同声明。于是日美间新的商业谈判协议——日美一揽子经济协议取代日美结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构协议而诞生。

32. 那不勒斯首脑会议:NapoliSummit,1994 年 7 月发达国家首脑会议在意大利那不勒斯召开,试图就日元汇率居高不下采取措施。会议没有达到预期目的,致使日元汇率再次飙升。

33. 美国中央情报局窃听事件:“日美汽车协议”的谈判曾以 1995 年 6 月为最终期限。谈判中美国要求日本汽车企业增加美国产汽车零部件的进口等。谈判过程中,美国中央情报局窃听了日本通产大臣桥本龙太郎一行自日内瓦谈判会场与日本东京间的往来电话。

34. 桥本紧缩:1997 年 4 月起,日本桥本龙太郎内阁实施增加消费税等措施,人们认为这一举动招致了日本消费低迷和通货紧缩(这种说法仅仅是问题的一个方面,事实上是偏离了问题本质的)。这一“经济政策的失败”的直接结果是日本自民党在 1998 年 6 月的参议院选举中的惨败和桥本内阁的倒台。

35. SP500:Standardand Poor’s stock price indaxes,美国标准普尔公司股票指数。

36. 通产省:日本通商产业省的简称,统管日本工业、商业、贸易等。

37. 对冲基金:Hedge Fund,台湾译作“避险”基金,即为投资者对冲投资风险而设立的基金。全球约有 1200 家对冲基金,管理资产值约 1180 亿美元,其中全球宏观对冲基金约 60 家,资产值约 300 亿美元。美国乔治·索罗斯的“量子基金”和朱利安·罗伯逊的“老虎基金”被认为是造成亚洲金融危机的主力。他们不看好市场时,就会抛空手中股票,并融资买进低价股票。这种基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金以快速、准确、狠毒的杠杆交易技术，投资于各种金融商品，寻机套利。这种对冲基金一旦发现某国经济出现矛盾，难以维持币值稳定，就会大举抛空该国货币，危害一方。

38. 东亚经济合作体：East Asia Economic Caucus，简称EAEC，是由马来西亚提出的，有东盟各国及韩国、日本等亚洲国家参加的经济圈的构想，旨在与欧美地区的一体化相抗衡。

39. 亚洲—太平洋经济合作部长会议：Asia - Pacific Economic Cooperation Conference，简称APEC，成立于1989年，是太平洋地区各国政府间的经济合作组织

40. 信用组合：日本中小企业金融机构之一，主要功能是满足小型中小企业的金融需求，是日本组合式中小企业机制中最有力的金融机构，其性质与银行相同，但由于规模小，其经营的安全和稳定十分重要。

41. 住宅金融专门公司：housing loan conoany，简称“住专”，由日本都市银行（商业银行）和信托银行等八家金融机构共同成立于1970年，是以向个人发放住宅贷款为主的非银行金融机构。八家金融机构的初衷是想通过住专的组成弥补信托银行资金不足和服务网点少的缺陷，但是泡沫经济时期房地产及房地产建设融资剧增，导致后来许多公司因巨额不良债权陷入经营危机。向住专注入了资金的金融机构根据重建计划，对“协同住宅贷款”以外的七家公司实施了减免利息的援助措施。1993年推出的金融援助内容为：“住专成员银行免息，农林口金融机构利息4.5%，其他金融机构利息2.5%”。但是，到了1995年这项重建计划受阻，政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及各政党进一步采取措施，甚至动用财政资金和税收措施。为此日本1996年度通常国会围绕该年度政府预算案和有关的住专处理法案发生了严重分歧，日本国民也强烈抵制“为处理住专问题投入税金”。

42. 明治：日本天皇年号，明治天皇自1873年至1912年在位计40余年。

43. 软银行：Soft Bank。为活跃于信息领域的新兴风险投资企业，其最新动向是将与美国“全美证券业者协会”(National Association of Securities Dealers Automated Quotation，简称NASDAQ，是股票二板市场的核心)携手创立日本的NASDAQ(即日本的股票二板市场)。

44. 武士债：Samrai bond，日元外债的俗称，指非日本居住者在日本债券市场发行的、以日元为对象的债券。

45. 欧洲日元债：Euro－yen bond，指非欧洲居住者在欧洲债券市场发行的、以欧洲日元为对象的债券。

46. 扬基债：Yankee bond，指非美国居住者在美国债券市场发行的、以美元为对象的债券。

47. 东京首脑会议：Tokyou Summit，1986年5月发达国家首脑会议在东京召开，会议就各国相互监督经济政策、新设代表发达国家首脑会议成员国的七国财长会议达成一致。

48. 欧洲联盟：European Union，简称EU，1992年根据马斯特里赫特条约成立，旨在实现欧洲单一货币、统一外交、统一安全保障体系。

49. 欧洲汇率机制：European Exchange Rate Mechanism，简称ERM，是欧洲货币一体化过程中的稳定欧洲货币汇率的机制。该机制将欧洲货币汇率的浮动幅度限定在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一定范围内。

50. 丹佛首脑会议：Denver Summit，1997 年 6 月发达国家首脑会议在美国丹佛召开的会议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孙晓燕

◎1977年毕业于北京外国语大学日语系后，就职于中共中央编译局。1986年调入中国国际信托投资公司。1993年创办北京友好翻译公司，现任总经理。

袁英华

◎1976年毕业于辽宁大学，长期就职于国家经济委员会。后历任中国驻日本大使馆一等秘书，国家开发银行国际金融局副局长，现任国家开发银行华北信贷局副局长。

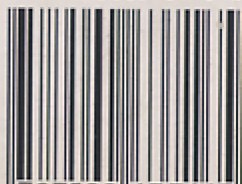
责任编辑 **王斌俊**
封面设计 **张　朋**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融战败

明明是
世界最大
债权国
却目瞪口呆
地看着
最大债务国
的经济业绩绚丽夺目
皆由金融战场上的悄然输
赢所致
素面朝天，正面切入，立
足东瀛，纵横世界
坦陈危机本质及形成渊源，
振聋发聩
使得不无失落，迷惑不解
的日本读者大受点拨，也
将使中国读者……

ISBN 7-5006-3716-0



ISBN 7-5006-3716-0/F·163 定价:9.50 元